بسم ا الرحمن الرحيم

**1426 هـ - 2005 م**

# صناديق الاستثمار الإسلامية

**بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول**

الاستثمار والتمويل في فلسطين

بين آفـاق التنميـة والتحديـات المعـاصـرة

**المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية**

**في الفترة من 8 - 9 مايو 2005م**


**مقدم من:**

**د. هشـــام جـــبر**

**جامعة النجاح الوطنية - نابلس**


**مايو 2005 م**

**الملخص:**

تهـدف هـذه الدراسـة إلى التعرف على صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث طبيعتها، وأنواعها وطريقة عملها، وإدارتها، ومدى الاختلاف بينها وبين صناديق الاستثمار التقليدية.

حيـث بدأ البحث بتعريفها على أنها مؤسسات مالية تحصل على الأموال من أعداد كبيرة من المستثمرين عن طريق بيعهم الأسهم التي تصدرها، ( رأسمالها المكون من أسهم) ووضع حصيلة بيع هذه الأسهم تحت إدارة متخصصة ليتم استثمارها في موجودات مالية ( أوراق مالية) لمصلحة ومنفعة المساهمين فيها. الذين هم أنفسهم المستثمرون فيها من صغار أو كبار المدخرين.

ويعود تاريخها إلى سنة 1822 وزاد عددها عن 8000 صندوق، تدير حوالي 6.4 تريليون دولار، وبين البحث كيفية حسـاب قـيمة السهم فيها، وأنواعها، إستراتيجية الاستثمار فيها، والمنافع التي تقدمها لمستثمريها من إصدار تقارير للمستثمرين عن نشاطاتها، وتنويع الاستثمارات والتجزئة، والإدارة المتخصصة المهنية وإدارة النقود بتكلفة قليلة.

ثـم بين البحث أنواعها فمنها ذات النهاية المفتوحة، والمغلقة وصناديق النمو والتطور، وصناديق العائد الرأسمالي، وصـناديق الدخـل، وصـناديق معفاة من الضريبة، وصناديق مدرة لدخل عال، والصناديق العالمية، والصناديق الإقليمية، والمحلية، والمتخصصة، وغيرها.

ثم بينت الدراسة مصادر أموالها وأسس تشغيلها، وكيفية إدارتها، وكيفية حساب أرباحها وخسائرها، وأسعار أسهمها. ثم تطرق البحث إلى أهداف الاستثمار في الإسلام، و صناديق الاستثمار الإسلامية، والقيود الشرعية للاستثمار فيها، وماهيـتها، وأنواعـه، والأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية، وأشكالها، وخصائصها المشروعة، وشروط نجاحها، ومؤشـر الأوراق المالية الإسلامي، ومزايا استحداث أدوات استثمارية إسلامية، و الخطوات العملية لإصدار أدوات مالـية إسـلامية ،، ومعوقات وجود سوق مالي إسلامي، وخلص البحث إلى بيان كيفية التغلب على معوقات إيجاد سوق رأسمال إسلامي.

**Abstract:**

The study aims at defining the Islamic Mutual Funds, Its nature, types, activities, and management, and ways of being different from traditional mutual funds.

The study defined Mutual funds as: financial institutions, obtain its sources of financing from a variety of investors through selling shares issued (its capital), then the proceeds are invested in securities for the benefits of its investors (shareholders).

The history of mutual funds goes back to 1822, nowadays, they exceed 8000 funds with more than 6.4 trillion dollars

The study shows how its shares are valued. Its investment strategy, benefits to investors ( reports about its activities, diversification, divisibility of investment, and professional management with low cost.

Types of mutual funds are discussed: Open ended , close ended, and others as: growth, Tax free Fund, Capital appreciation fund, Income fund, regional fund, and international fund.

Sources of financing and investment criterion, management, calculation of its profit and loss, and the valuation of its stocks are presented.

Moreover, Islamic mutual funds objectives, types, Sharia constraints to invest in it, Islamic investment Instruments, and their types, characteristics, terms of success, and Islamic securities index, advantages of issuing Islamic securities, practical steps to issue Islamic instruments, obstacles to establish an Islamic financial markets, and means of overcoming them are presented.

**1. مقدمـــــة:**

صـناديق الاسـتثمار المشـتركة ( Mutual Funds) وتسـمى أيضـا شـركات الاسـتثمار: Investment Companies " كما تسمى "أمانات الاستثمار"Trusts Investment، وتعتبر من أكثر المؤسسات المالية تسارعا في النمو خلال العقدين الماضيين

(Rose, 2003, p. 471). وهـي مؤسسـات مالـية تحصـل على الأموال من أعداد كبيرة من المستثمرين عن طريق بيعهم الأسهم التي تصدرها، ( رأسمالها المكون من أسهم) ووضع حصيلة بـيع هذه الأسهم تحت إدارة متخصصة ليتم استثمارها في موجودات مالية ( أوراق مالية) وذلك لمصـلحة ومنفعة المساهمين فيها. فالمساهمون فيها هم أنفسهم المستثمرون فيها، أي أن المستثمر في صناديق الاستثمار هو مساهم فيها. وتعتبر هذه المؤسسات أكثر جاذبية لصغار المدخرين.

والمشـاركون في أسهم هذه الصناديق، إما أن يكونوا من كبار المدخرين أو من صغارهم، أفرادا أو مؤسسـات. ولكـن الهـدف الأساسـي من وجود هذا النوع من الصناديق هو خدمة صغار المدخريـن بإيجـاد وسـيلة لهم لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة استثمارية كبـيرة. ومع أن شركات الاستثمار حديثة العهد في الولايات المتحدة، حيث تعد من أعظم ما تم تطويـره فـي مـيدان الاسـتثمار في السبعينيات من هذا القرن (p.122 (Tuttle & Maginn 1983) إلا أن تاريخهـا يعـود إلى سنة 1822 عندما تأسست أول شركة استثمار في بلجيكيا. وانتشـرت فـي كافـة أنحاء القارة الأوروبية في القرن التاسع عشر، هذا وقد زاد عدد صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في الولايات المتحدة بشكل كبير، ففي عام 1940 لم يزد عدد هذه الصناديق عن 68 صندوقا، وصل عددها في عام 1980 250 صندوقا، وأصبح عددها 3900 صـندوقا في عام 1992. كما كانت موجوداتها 1990 (1 تريليون دولار) و(5 تريليون دولار) في عام 2000.

كمـا وصـل عدد الصناديق سنة 1994 حوالي 5000 صـندوق، تصـل مجموع استثماراتها حوالـي 2.5 تريليون دولار. وزاد عددها عن 8000 صندوق، تدير حوالي 6.4 تريليون دولار (Bodie, Kane, Marcus, 2005, P.112).

وتعمل هذه الشركات على تجميع الأموال من المستثمرين الأفراد، واستثمارها في تشكيلة واسعة مـن الأوراق المالـية، وبعض الأصول الأخرى. ويعتبر كل مستثمر فيها مستثمرا في محفظتها الكلية بنسبة مساهمته في الصندوق.

والمسـتثمر الذي يشتري سهما في أحد هذه الصناديق، يصبح مالكا لحصة في موجوداتها، ويتم تقييم سهمه عن طريق ما يسمى القيمة الصافية للموجودات، ويقاس قيمة السهم بالمعادلة التالية:

القـيمة الصـافية للأصـل ( قيمة السهم) = القيمة السوقية لموجودات الصندوق مطروح منها الالتزامات. ويقسم الناتج على عدد الأسهم القائمة.

ولقـد تـم إنشاء العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية في البحرين والكويت ومصر والولايات المتحدة وغيرها لتعمل على الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية

وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث طبيعتها وأنواعها وطريقة عملها، وإدارتها، ومدى الاختلاف بينها وبين صناديق الاستثمار التقليدية.

**2. طبيعة عمل شركات الاستثمار:**

علـى الـرغم مـن وجود بعض الخصائص المشتركة بين صناديق الاستثمار المختلفة، إلا أنها تخـتلف فـيما بيـنها في الأهداف والتنظيم الإداري لكل منها، وسياستها الاستثمارية (Bodie, Kane, Marcus, 2005, P.115). فـالهدف الأساسي للأغلبية العظمى لهذه الشركات هو النمو ( مقاسـا بحجم موجوداتها) (Rose & Kolari ,1995.P.667)، بينما يهدف البعض منها إلى زيـادة أرباحها، وما زال هناك بعض الصناديق التي أنشئت للاستثمار في أدوات السوق النقدي. وأنشـيء العديـد مـنها للاسـتثمار في سندات البلديات المعفاة من الضرائب. بينما تقف بعض صـناديق الاستثمار متأهبة لشراء وبيع أسهمها للمستثمرين المتوقعين. وبعضها لديها عدد محدود من الأسهم، وتبيع وتشتري هذه الأسهم للمستثمرين فيها فقط. كما أن بعض هذه الشركات تصدر نوعيـن مـن الأسهم: نوع يحصل على إيرادات رأسمالية، والآخر يحصل على الدخل كله على شـكل توزيع كامل للأرباح. وأخيرا هناك أسهم لبعض صناديق الاستثمار التي تتداول في السوق المالـي الـثانوي، وبأسعار تقل عن قيمة الأصول التي تملكها هذه الأسهم. كما أن هناك بعض الصـناديق التـي تجمـع في محفظتها نوعين من الأسهم: أسهم تدر دخلا، وأسهم تعطي إيرادا رأسماليا. ويسمى هذا النوع من الشركات بصناديق الاستثمار ثنائية الأهداف *Dual* -purpose *funds*

وتشترك هذه الصناديق مع المؤسسات المالية الأخرى في أنها تقوم بتقديم خدمات مهمة ومتنوعة للجمهور كإدارة المخاطر بوساطة إدارة المحافظ الاستثمارية عن طريق محللين وخبراء استثمار، وكذلـك بإعطاء المستثمر الفرصة لتنويع استثماراته بالاستثمار غير المباشر في شركة استثمار بـدلا من الاستثمار المباشر في الأوراق المالية. كما تتيح للمستثمر الصغير أن يملك حصصا في أسهم بقيم كبيرة على الرغم من صغر حجم استثماراته. فالكثير من هذه الصناديق تتيح للمستثمر أن يشـتري أسهما فيها بمبلغ صغير، كأن يكون مثلا خمسين أو مائة دولار. كما يتيح الاستثمار فـيها للمسـتثمر أن يحول استثماراته إلى نقد سائل بأقل خسارة ممكنة وفي أي وقت يريد، لأن

أسعار أسهمها أكثر استقرارا من أسعار الأسهم الأخرى بسبب تنويع المحفظة الاستثمارية لكل منها.

كما تعمل هذه الصناديق كمؤسسات وساطة مالية، حيث تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين المختلفين، وتستثمرها في أوراق مالية، كالأسهم والسندات والأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أدوات السوق النقدي. فإذا ارتفعت قيمة هذه الأوراق المالية التي تم الاستثمار فيها ، فإن قيمة أسهم الصندوق ترتفع كذلك. والعكس في حالة انخفاض قيمة استثمارات هذه الشركات من الأوراق المالية فإن قيمة أسهمها تنخفض. وهكذا يرى (Gup, 1984.P.490) أنها شركات وسطاء متعاملين Dealers.

وتعتمد في عملها على استشارات تشتريها من خبراء الاستثمار الذين غالبا ما يكونون جزءا من الشركة الأم التي تسيطر على شركة أو أكثر من صناديق الاستثمار وخبراء الاستثمار. ويحصل خبير الاستثمار عادة على رسم سنوي مقطوع يتراوح ما بين نصف إلى واحد في المائة من الأموال التي تكون تحت سيطرته بغض النظر عن النتيجة. مما يعني أن خبير الاستثمار يعمل كسمسار للمعلومات الاستثمارية.

وكانت معظم استثمارات صناديق الاستثمار قد توجهت في الماضي إلى الاستثمار في الأسهم والسندات، حيث ركزت بعض هذه الصناديق على الاستثمار في أسهم شركات تهتم بالنمو، أي تعيد استثمار أرباحها وتقلل من توزيع الأرباح، في حين ركزت بعض الصناديق على الاستثمار في أسهم شركات تتبع سياسة توزيع عالية للأرباح، وعلى السندات ذات الدخل الثابت والاستثمار الأجنبي. وقد كان للإنجاز السيىء لسوق الأسهم في نهاية السبعينيات والارتفاع في مستوى أسعار الفوائد آثار سلبية وأخرى إيجابية. فالآثار السلبية تمثلت في انخفاض نسبة النمو في صناديق الاستثمار التي ركزت في استثماراتها على الاستثمار في الأسهم والسندات. والآثار الإيجابية أدت إلى تطوير صناديق السوق النقدي ( شركات الاستثمار في السوق النقدي) التي وفرت للمستثمر( الذي يهدف إلى الحصول على دخل دون التضحية بالسيولة) الحصول على فائدة عالية. حيث تطورت في السوق النقدي الحسابات الجارية التي تحمل فائدة، وكان للتطور السريع لمثل هذه الحسابات، والإقبال الشديد على استخدامها أن قامت البنوك بفتح مثل هذه الحسابات لزبائنها، ولكن مقابل أجر، الأمر الذي لم يجعل هذه الحسابات المفتوحة من قبل البنوك بديلا للحسابات الجارية التي وفرها السوق النقدي ( Gup. 1984. P. 492)، ولكن تتميز الحسابات لدى البنوك في أمريكا بأنها مضمونة من قبل مؤسسة ضمان الودائع الفيدرالية.

وتختلف إستراتيجية الاستثمار من شركة إلى أخرى، فتتراوح ما بين التركيز في الاستثمار في محفظة استثمارية تتسم بالمخاطرة العالية إلى التركيز على الاستثمار في محفظة استثمارية تتسم بتدني درجة المخاطرة.

**3. المنافع التي تقدمها الصناديق لمستثمريها:**

تقدم هذه الصناديق العديد من المنافع للمستثمرين فيها وهي: (Bodie, Kane, Marcus, 2005, P.108)

**1.** حفظ السجلات والإدارة Record keeping and Administration حيث تحتفظ هذه الصناديق بسجلات، تصدر تقارير دورية عن نشاطاتها تتضمن الأرباح الرأسمالية، وتوزيعات الأرباح والاستثمارات، حيث يمكن لها أن تعيد استثمار الأرباح لصالح المساهمين فيها.

**2.** التنويع والتجزئة:Diversification and divisibility عن طريق استثمار ما تجمعه من أموال من مساهميها، تمكن هؤلاء المستثمرين ( المساهمين) بأن يحتفظوا بحصص جزئية من مجموعة أوراق مالية مختلفة. فيمكنهم التصرف كمستثمرين كبار، في حين لا يستطيع أي منهم التصرف كذلك بمفرده.

**3.** الإدارة المتخصصة المهنية Professional management: تمتلك العديد من هذه الشركات كادرا إداريا متخصصا في تحليل الأوراق المالية، وإدارة المحافظ الاستثمارية التي تحاول الوصول إلى نتائج استثمارية جيدة لمستثمريها. حيث يستطيع المستثمر الحصول على خدمات مدير لإدارة النقود بتكلفة أقل بكثير مما لو أراد تعيين مدير لإدارة نقوده، حيث إن الكثير من شركات إدارة الأموال لا تقبل أن تدير النقود لعميل لا يستثمر مبلغا يقل عن مائة ألف دولار، والبعض يتطلب أن لا يقل هذا المبلغ عن مليون دولار. ولكن وعلى العكس من ذلك يستطيع المستثمر أن يستفيد من خدمات مدير النقود المتخصص، وذلك بشرائه سهما واحدا من أسهم شركة استثمار( صندوق استثماري).

**4.** تكاليف معاملات قليلة Lower Transaction costs: بسبب كبر حجم معاملاتها، تستطيع هذه الشركات دفع تكاليف معاملات قليلة في صورة عمولات للوسطاء ورسوم معاملات.

كما توفر لهم الخدمات التالية:

- فرصة المشاركة في استثمارات قصيرة الأجل وذات عائد مرتفع، لم يكن في قدرة صغار المدخرين الاستثمار فيها.

- تسـمح بتلبية حاجات المستثمرين المختلفة، من حيث مدد الاستثمار والسيولة، والتنويع في الاستثمارات، والمتطلبات الضريبية.
- توفر الصناديق قنوات استثمارية ملائمة، فشراء أو بيع سهم من أسهم صندوق استثماري يمـثل شراء أو بيع حصة من جميع مكونات المحفظة الاستثمارية لذلك الصندوق. ولكن قـيام المستثمر ببيع سهم من محفظته الاستثمارية الخاصة به أو شراء سهم جديد لإضافته إلـى محفظته يحتاج إلى وقت لتنفيذ العملية، بالإضافة إلى تكاليف تنفيذ عملية الشراء أو البيع. ولكن في حالة كونه مساهما في صندوق استثماري، فإن عملية البيع أو الشراء لا تتطلـب جهـدا كبـيرا أو تكلفـة عالية ، حيث تتم بسرعة وبتكاليف بسيطة، كما يقوم الصندوق بالنيابة عن المستثمر بالأعمال المحاسبية.

**4. أنواع صناديق الاستثمار:**

يقسم (Fabozi ( 1995,p.171 و (Bodie, Kane, Marcus, 2005, P.109-111) :

**شركات الاستثمار إلى ثلاثة أنواع هي:**

**1.** صـناديق الاسـتثمار المشـتركة: Mutual Funds أو ما يسمى بشركات الاستثمار ذات الـنهاية المفتوحة Open end Funds حيث تقوم شركة الاستثمار بإصدار أسهم جديدة كلما استثمر مستثمر أموالا إضافية في هذه الشركة، فتصدر له أسهما بقيمتها. ويمكن إعادة بـيع هـذه الأسهم لشركة الاستثمار التي أصدرتها حسب القيمة الصافية للأصل عند البيع. حيث يتم تقييم أسهم هذه الشركات يوميا بناء على القيمة الصافية لموجودات الشركة.

ويعطـي صـندوق الاستثمار المشترك شهادة أسهم للمساهم فيه مباشرة أو من خلال وسيط الأوراق المالية.

**2.** شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: Closed ended investment companies

وهـي صـناديق الاستثمارية تبيع أسهما كغيرها من الشركات المساهمة ولا تستهلك هذه الأسـهم ( أي لا تشتريها من المساهمين) بل تتداول أسهمها في السوق المالي كغيرها من أسـهم الشـركات الأخرى، وتقوم الصحف بنشر أسعار هذه الأسهم يوميا تحت عنوان ( Publicly Traded Funds وعلـى المسـتثمر الـذي يرغب في بيع أسهم من أسهم هذه الشـركات أن يدفـع عمولة للوسيط المالي عند الشراء، وعمولة أخرى عند البيع. وتتحدد قيمة أسهمها بالعرض والطلب.

ومـن صـفات هـذا النوع من صناديق الاستثمار أن المستثمرين الأوائل يتحملون تكاليف الاكتـتاب فـي إصـدارات أسهمها (Fabozzi, (1995.P.174 والتي تصل إلى حوالي

7.5 % مـن قـيمة هذه الأسهم. وهذا الأمر يجعل هذا النوع من شركات الاستثمار غير مـرغوب فيه بالنسبة للأنواع الأخرى من شركات الاستثمار. إلا أنه في السنوات الأخيرة ظهر هناك توجه كبير للاستثمار في هذا النوع من الشركات من قبل المستثمر الفرد بسبب تركيزها على محافظ استثمارية دولية. فقد زاد عدد هذه الشركات في الولايات المتحدة من الفـترة 1986-1991 من 69 شركة إلى 290 شركة، كما زادت موجوداتها خلال نفس الفـترة مـن 12 بليون دولار إلى 73 بليون دولار. والحافز الثاني الذي دفع المستثمرين للاسـتثمار فـيها هـو قـيامها بخلق نوع جديد منها يسمى Term Trust وهو نوع من الصـناديق الاسـتثمارية التي لها تاريخ استحقاق. وقد تم العمل بها لأول مرة في الولايات المـتحدة عـام 1988 حيث لم تكن أسهم أي من صناديق الاستثمار لها تاريخ استحقاق. ويعمـل هـذا الـنوع من صناديق الاستثمار في الاستثمار في محفظة من السندات، وتحدد تاريخ استحقاق للمساهمين في الصندوق، أو تاريخ تصفية للصندوق. ويهدف هذا النوع من الصناديق الاستثمارية إلى إعادة قيمة الأسهم الأصلية للمساهم في الصندوق، بالإضافة إلى عـائد يعـادل العـائد علـى سـندات الخزينة التي لها مدة استحقاق تعادل مدة الاستحقاق للصندوق.

وتأتـي صـناديق الاسـتثمار فـي المركـز الثاني بعد البنوك التجارية من حيث حجم الموجـودات التـي تديـرها، ويعـود سبب الاستثمار المتزايد في هذه الصناديق إلى قيام صناديق التقاعد باستثمار أموالها في هذه الصناديق.

3. شـركات الاسـتثمار الضـامنة Trust unit : وهي تشبه شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقـة فـي أنها تقوم بإصدار عدد محدد من الأسهم تسمى Unit Certificates . ولكن تشـبه شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في أن أسهمها تباع وتشترى ( تدفع قيمتها لأصـحابها) مـن قبل الشركة المصدرة لها فقط. وتقوم باستثمار أموالها عادة في سندات، وتختلف عن شركات الاستثمار الأخرى التي تتخصص في الاستثمار في السندات بما يلي:

- لا يوجد تداول نشيط للسندات المكونة لمحفظتها، حيث تقوم بشراء السندات عن طريق سماسـرة الأوراق المالـية أو مكتتبـي السـندات، وتحتفظ بهذه السندات حتى تاريخ استحقاقها ودفع قيمتها من قبل الشركات المصدرة لها. والوقت الوحيد الذي تقوم فيه هذه الشـركة ببـيع سندات من محفظتها هو عندما يتأثر المركز الائتماني للشركة المصدرة لـتلك السـندات. ممـا يعني أن تكاليف تشغيل وإدارة هذا النوع من الشركات أقل من تكاليف إدارة وتشغيل الأنواع الأخرى من شركات الاستثمار.

لهـا تاريخ استحقاق معين، بينما لا يوجد تاريخ لتصفية شركات الاستثمار الأخرى ما عدا صناديق الاستثمار المغلقة ذات التاريخ المحدد للاستحقاق Term Trust.

- يكون المستثمر في هذا النوع من شركات الاستثمار على علم بأن المحفظة الاستثمارية للشـركة تـتكون مـن مجموعـة معيـنة من السندات، وأنه لن يحدث تغيير على هذه المحفظة. وتتقاضى هذه الشركات عمولة بيع تتراوح ما بين 3.5 - -% 5.5 %.
- ولمـا كان المستثمرون في هذه صناديق الاستثمار لهم أهداف مختلفة، فليس من السهل أن تـتكون محفظـة معينة تلبي رغباتهم جميعا. وعليه فقد تم إدخال أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي دخلت السوق المصرية مـع بدايـة التسعينيات من القرن الماضي، حيث أنشيء العديد من الصناديق المصرية، ويمكن تقسيم هذه الصناديق حسب نوع المحفظة الاستثمارية إلى العديد من الأنواع نذكر منها: (Bodie, Kane, Marcus, 2005, P.112-115) :
- صـناديق الـنمو والتطور fund Growth: و تلائم المستثمر الذي يهدف إلى الحصول علـى عائد عال مع تحمل درجة مخاطرة متوسطة. وتتكون محفظة هذه الصناديق من أسهم شركات جديدة يتوقع لها النمو بنسبة أعلى من المتوسط. ويتركز الاهتمام في هذا النوع من الصناديق على الحصول على ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم، واهتمام قليل في الحصول على أرباح موزعة.
- صناديق العائد الرأسمالي Capital appreciation fund وهي تهتم أيضا بالاستثمار فـي أسـهم شركات تنمو بسرعة وبها مخاطرة عالية. ويلائم هذا النوع من الصناديق المسـتثمر الذي يبحث عن ربح عال وسريع، وهو على استعداد لتحمل الخسارة أيضا. ولـذا يقـوم مديـرو هذه الصناديق باستمرار بتحليل الأوضاع الاقتصادية، وتحليل محافظهم الاستثمارية ، ويكونون دائما علـى أهبة الاستعداد لتغيير مكونات محـافظهم الاسـتثمارية للاسـتفادة من التغيرات التي قد تحصل نتيجة توقعاتهم. وقد يقومـون بالاقـتراض في حالات معينة من أجل زيادة أرباح محافظهم، وبالتالي زيادة المخاطر
- صناديق الدخل Income Funds، وهي تلائم المستثمر الذي يبحث عن دخل ثابت . وتـتألف محفظـة هـذه الصناديق من سندات متنوعة وذوات درجات مخاطرة مختلفة، وأذونات خزينة، وتعطي هذه السندات وأذونات الخزينة فوائد ثابتة.

- صـناديق معفاة من الضريبة funds Tax free: وتتكون محفظتها من سندات البلديات المعفاة من الضريبة، وتلائم المستثمر الذي يقع دخله ضمن شريحة دخل عالية.
- صناديق مدرة لدخل عال Yield HighFund: وتستثمر عادة في سندات تعتبر ذات رتـبة متدنـية بسبب مخاطرها العالية، لكونها غير مضمونة، وبالتالي يدفع عليها فوائد عالـية. وتصدر هذه السندات عادة شركات مثقلة بالديون، وتعتمد قدرتها على دفع قيمة هذه السندات على الظروف الاقتصادية.
- الصناديق العالمية:International Funds وهي التي تستثمر في أوراق مالية أجنبية ، ويـتأثر العائد على مكونات هذه المحفظة بأسعار الأسهم الأجنبية، والتغير في أسعار الصرف للعملات الأجنبية، والتغير في أسعار الفوائد.
- الصناديق الإقليمية Regional Funds : تتخصص في الاستثمار في منطقة معينة من العالم، أو في سوق معين (Jain, (1994.p.193.
- الصـناديق المحلـية fund Country: وتتخصـص فـي بلد معين. ويذكر ( Jain, 1994.p.193) أن صـندوق الاسـتثمار التركـي حقـق أعلى عائد من بين صناديق الاسـتثمار، أي حوالـي (60 %) خلال سنة مالية تنتهي في أيار 1993، علما بأن خمسـة صناديق محلية أخرى في بلدان أخرى كان إنجازها يعد من ضمن أسوأ عشرة صناديق خلال نفس الفترة.
- الصـناديق المتخصصة Specialty Fund: وهي التي تتكون محفظتها الاستثمارية من أوراق مالية لشركات تعمل في نفس الحقل، كالبنوك أو صناعة معينة.
- وعلـيه ونتيجة لتعدد أنواع الصناديق الاستثمارية، يتاح للمستثمر أن ينوع استثماراته بشكل كبير بامتلاكه أسهما في عدة صناديق الاستثمارية.

**5. مصادر أموال شركات الاستثمار وأسس تشغيل مصادرها.**

تـتكون مصادر أموال شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة من: حصيلة بيع أسهمها مطروحا مـنها تكالـيف الإصـدار والتـي قد تصل إلى 7.5 % من قيمة الأسهم المصدرة. وتتكون هذه التكالـيف عادة من رسوم البيع لهذه الأسهم والعمولات التي تتقاضاها شركات الوساطة المالية ( سماسـرة الأوراق المالية). أما أسس تشغيل مواردها فتعتمد على استخدام الموارد بصورة تحقق الأهـداف الاسـتثمارية لها كتنويع الاستثمارات وتحقيق عائد مجد للمستثمرين، فتلجأ إلى تكوين المحافظ الاستثمارية التي تتكون من استثمارات متعددة في أسهم شركات مختلفة وسندات حكومية وسندات شركات، كما تدخل في محافظها الاستثمارية الاستثمار في أدوات السوق النقدي كأذونات

الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات الكبيرة ذوات المراكز المالية والإدارية القوية لتمويل بعض عملياتها. وهناك من شركات الاستثمار من يتخصص في الاستثمار في نوع معين من الأوراق المالية فتجد مكونات محفظتها إما أسهما في شركات أو سندات .

**6. كيفية إدارة صناديق الاستثمار وإدارة استثماراتها:**

تدار هذه الصناديق من قبل شركات متخصصة التي تعمل على توفير الكادر الإداري من محاسبين وكتبة وغيرهم اللازمين لإدارة أعمال شركة الاستثمار واتخاذ القرارات الاستثمارية اللازمة لتكوين المحفظة الاستثمارية الخاصة بشركة الاستثمار. وهذه الشركات عادة ما تكون تابعة لشركات تأمين أو غيرها. وتدير هذه الشركات المتخصصة شركات الاستثمار مقابل عمولة سنوية تقل عن 1 % من موجودات شركة الاستثمار. ويقوم هؤلاء المديرون المتخصصون عادة بتحليل التطورات الاقتصادية، وتقييم أثر هذه التطورات الحالية والمتوقعة على أوضاع الشركات المختلفة من أجل الاستثمار في أسهمها لتكوين محفظة استثمارية للشركة الاستثمارية التي يديرونها لتلبي رغبات مستثمريها.

وعليه يتكون الهيكل التنظيمي لهذا النوع من الشركات من مجلس إدارة، وخبير مالي ( عادة ما يكون شركة متخصصة في إدارة النقود ) مسئول عن إدارة محفظة شركة الاستثمار، ودائرة للتوزيع والمبيعات. ويقوم كل صندوق من صناديق الاستثمار بعمل اتفاقية مع أحد الخبراء الماليين ( الشركة المتخصصة ) من أجل قيام هذا الخبير بإدارة الصندوق. ويمكن أن تكون شركة الخبرة المالية عبارة عن شركة تابعة لشركة وساطة مالية، أو شركة تأمين، أو شركة إدارة استثمار، أو أن تكون بنكا.

ويترتب على مدير الصندوق أن يتقيد بالتعليمات التي تم وضعها في نشرة الإصدار الموزعة على المستثمرين المتوقعين. ويجب أن تكون هناك رقابة داخلية للتأكد من قيام مدير الصندوق بالتقيد بما ورد في نشرة الإصدار.

وهناك اختلاف في إدارة صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، بسبب الاختلاف في الأهداف الاستثمارية والسياسات في كل منها، فمدير الصندوق ذي النهاية المفتوحة، عليه أن يكون متهيئا لتحويل جزء من استثمارات الصندوق إلى نقد سائل لتلبية طلب المساهمين الذين يرغبون في بيع أسهمهم للصندوق في أي وقت. ولذا فعليه أن يبقي في الصندوق نقدا سائلا لمواجهة ذلك، يعادل الفرق بين قيمة الأسهم التي يمكن أن تباع مرة أخرى

للصـندوق، وقـيمة الأسهم الجديدة التي يمكن للصندوق أن يبيعها للمستثمرين الجدد. ولكن هذا الأمر ليس موضع اهتمام مدير الصندوق ذي النهاية المغلقة.

ويهـدف مدير الصندوق إلى تخفيض نفقات إدارة الصندوق. ولكن زيادة النفقات قد لا تعني أن إدارة الصـندوق سيئة، فقد يرجع ذلك إلى طبيعة الاستراتيجيات التي ينتهجها الصندوق. وعليه فـإن المعيار لتقييم الصندوق يتطلب مقارنة نتيجة أعمال الصندوق بنتيجة أعمال صناديق أخرى مماثلـة تتبع سياسات وأهداف استثمارية متشابهة. وتقاس نتيجة أعمال الصندوق بالعائد السنوي المتحقق بعد خصم كافة التكاليف.

ويمتاز الاستثمار لأموال صندوق الاستثمار ذي التاريخ المحدد للاستحقاق Trust Term)) بأن له هدفا استثماريا محددا وهو: إعادة المبلغ نفسه للمساهم الذي دفعه عندما استثمر في الصندوق. وعلـيه، تكون مهمة خبير الاستثمار في مثل هذا النوع من صناديق الاستثمار هي إدارة محفظة هـذا الصندوق من الأوراق المالية مستخدما استراتيجيات تأخذ في الاعتبار الالتزامات المستقبلية للصـندوق، بخـلاف خـبراء الاسـتثمار فـي شركات الاستثمار الأخرى التي لا تهتم كثيرا بالالتزامات المستقبلية للشركات التي تديرها.

**7. كيفية حساب أرباح صناديق الاستثمار وخسائرها:**

تـتكون إيـرادات صـناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثماراتها المختلفة والمكونة لمحفظتها الاستثمارية. والتي يمكن أن تشمل:

- أربـاح الأسـهم التـي تدخل في المحفظة: والتي تأتي لشركة الاستثمار في صورة أرباح موزعة من الشركات المصدرة للأسهم التي تمتلكها شركة الاستثمار.
- الأرباح الرأسمالية للأسهم الداخلة في المحفظة: وتمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند البيع، والقيمة التي تم شراء السهم بها.
- الفوائد على السندات المختلفة التي تدخل في المحفظة الاستثمارية لشركة الاستثمار.
- الأربـاح الرأسـمالية المتأتية من السندات في حال ارتفاع قيمتها في السوق نتيجة انخفاض أسعار الفوائد في السوق على مثل هذه الأنواع من السندات.
- الفوائد على أدوات السوق النقدي الداخلة في المحفظة.
- أما المصروفات السنوية لصناديق الاستثمار فتتكون مما يلي:

1. الرسـوم الإداريـة التـي يتقاضـاها الخبير المالي، وتسمى أيضا رسوم الاستثمار الاستشارية. وتشكل هذه الرسوم الجزء الأكبر من تكلفة إدارة الصندوق، وتتراوح ما بيـن نصف في المائة إلى واحد ونصف في المائة من موجودات الصندوق، حيث تقل

نسـبة هذا الرسم كلما زادت قيمة المبالغ المستثمرة. وعادة ما تعكس الرسوم الإدارية درجة الصعوبة في إدارة صندوق معين.

2. مصـروفات الاحتفاظ بسجلات المساهمين، وتزويدهم بالقوائم المالية وتكاليف تعيين الخدمات المحاسبية، والاحتفاظ بالموجودات.
3. مصروفات البيع والتوزيع.

ويجـب أن تبين هذه المصروفات في نشرات الإصدار التي توزعها الصناديق على المستثمرين المتوقعيـن فـي أسهمها. حيث يمكن تحديد الرسوم الإدارية بدقة، كما يمكن تقدير المصروفات الأخرى.

ويـتحمل المسـتثمر نفقات أخرى، بالإضافة إلى نفقات الصندوق مثل: عمولة الشراء و/ أو عمولة البيع في حالة ما إذا كان الصندوق من النوع المحمل للعمولة. ولما كانت عمولات الشراء والبـيع ليست عمولات سنوية، وإنما تدفع عند الشراء و/ أو عند البيع ، فإن هذه العمولة تعتمد علـى المـدة الزمنية التي تبقى الأسهم فيها في ملكية المستثمر. فكلما بقيت معه مدة أطول، كلما قلت العمولة الحقيقية.

وعلـيه فـإن تكلفـة الاسـتثمار في شركة استثمار بالنسبة للمستثمر تساوي نصيبه من نفقات الصندوق مضافا إليها تكلفة البيع و/ أو الشراء لأسهمه.

**8. كيفية حساب أسعار أسهمها في السوق والاصطلاحات الخاصة بذلك :**

**تتحدد أسعار أسهم شركات الاستثمار كما يلي:**

**أ. أسعار أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ( صناديق الاستثمار المشتركة):**

سعر السهم المعروض The offer price: وهو سعر السهم الذي يبيع به صندوق الاستثمار أسـهمه، ويسـاوي: قـيمة الأصـل الصـافية للسهم، مضافا إليها عمولة البيع التي يتقاضاها الصـندوق. وتسمى عمولة البيع " الحمل" ( A load ) . وعلـيه تقسـم صـناديق الاستثمار المشتركة حسب العمولة إلى الأنواع التالية:

- صـندوق الاسـتثمار المحمـل للعمولة Load Fund: وهو ذلك النوع الذي يميل إلى تحمـيل المستثمر عمولة بيع عالية تتراوح ما بين 8.5 % على المبلغ الصغيرة إلى 1% على المبالغ الكبيرة التي تزيد على نصف مليون دولار.
- صندوق الاستثمار غير المحمل للعمولة No load Fund: وهو ذلك النوع من الصناديق الـذي لا يتقاضـى عمولة على بيع أسهمه، وهو ينافس النوع الأول مباشرة، ويحظى برغـبة المستثمر الذي يعترض على دفع عمولة، وذلك لعدم وجود دليل عملي يثبت أن

النوع الذي يتقاضى عمولة يكون إنجازه أفضل من النوع الذي لا يتقاضى العمولة، مما دفع الكثير من الصناديق التي تتقاضى عمولة إلى التحول إلى النوع الثاني من الصناديق التي لا تتقاضى العمولة أو اتباع استراتيجية العمولة المتدنية Low load strategy، أي تخفيض نسبة العمولة لتتراوح ما بين 3 % إلى 3.5 % . ويتم حساب سعر السهم لهذه الأنواع من الأسهم بناء على صافي قيمة الأصل للسهم بالطريقة المبينة أعلاه.

ومن السهل التمييز بين سعر السهم المحمل بالعمولة وغير المحمل بالعمولة، حيث يظهر في الصحف اليومية التي تنشر أسعار الأسهم قيمة العمولة بشكل مستقل في حالة السهم الذي يحمل العمولة.

- الصندوق المحمل للعمولة في النهاية Back End load Fund : وهو النوع الذي لا يتقاضى عمولة عند شراء المستثمر للسهم، ولكنه يأخذ عمولة عندما يقوم المستثمر ببيع سهمه. وتتراوح نسبة العمولة في هذه الحالة ما بين 4 % إلى 6 % . وتفرض بعض الصناديق عمولة كاملة في حالة قيام المستثمر ببيع سهمه خلال فترة معينة ( سنة مثلا) من شرائه إياه،

وتنخفض هذه العمولة كلما طالت مدة احتفاظ المستثمر بالسهم. والاسم الرسمي المتعارف عليه لمثل هذا النوع من الصناديق هو : عمولة البيع المؤجلة الطارئة CDSC *Contingent deferred sales charge.*

وهناك أنواع من الصناديق التي تتقاضى سنويا نسبة معينة من متوسط موجودات الصندوق اليومية لتغطية نفقات البيع والتسويق وتسمى Funds 1-b12. وقد سمحت مؤسسة الأوراق المالية والوساطة الأمريكية SEC في عام 1986 لصناديق الاستثمار بتقديم نوعين من صناديق الاستثمار المحملة للعمولة هما: تلك التي تتقاضى عمولة مقدمة في البداية، أي عندما تبيع أسهمها للمستثمر، والثانية التي تحمل المستثمر العمولة المؤجلة عند رغبته في بيع أسهمه للصندوق. فالمستثمر الذي يحتاج إلى الاستثمار لفترة قصيرة يفضل العمولة المقدمة، في حين يفضل المستثمر الذي يرغب في الاستثمار لفترة طويلة العمولة المؤجلة.

**ب. أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة End funds Closed:**

إن المساهم في هذا النوع من الشركات يشتري أسهمه ويبيعها في السوق المالي. أي لا يشتري أسهمه من شركة الاستثمار مباشرة، كما لا تقوم شركة الاستثمار بشراء الأسهم من مساهميها في حالة رغبتهم بالبيع، وتلعب عوامل العرض والطلب دورا أساسيا في تحديد أسعار أسهمها. ولذلك فإن سعر السهم قد يرتفع أو ينخفض عن القيمة الصافية للأصل. ففي حالة كون السهم

يـباع بقيمة أقل من القيمة الصافية له يقال بأنه بيع بخصم (Trading at a discount) ، أما فـي حالـة بـيع السـهم بـأعلى من قيمته الصافية فيقال بأنه يباع بالعلاوة ( Trading at a premium). ولكن الأمر في اختلاف السعر عن القيمة الصافية سواء بالزيادة أو بالنقصان غالبا مـا يكون محيرا ويصعب تفسيره. وفي حالات أخرى يسهل تفسير الخصم أو العلاوة. فمثلا قد يكـون السعر أقل بكثير من القيمة الصافية لسهم إحدى شركات الاستثمار، لأنه يترتب على تلك الشـركة الـتزامات ضريبية كبيرة على أرباحها الرأسمالية تأكل جزءا كبيرا من القيمة الصافية لموجوداتهـا، ويأخذ المستثمرون في الاعتبار عند تسعيرهم لأسهمها توزيعات الأرباح من قبل هـذه الشركة بعد خصم الالتزامات الضريبية المستقبلية. أما أسعار أسهم شركة استثمارية أخرى تـباع بعـلاوة، فقـد يـرجع ذلك إلى أن هذه الشركة لديها إدارة جيدة لأسهم في بلدان أخرى وبتكاليف قليلة، ولا تتوفر عنها معلومات كافية لصغار المستثمرين.

وهناك نوع من صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة يدعى صندوق الاستثمار ثنائي الأهداف Dual purpose fund الـذي بـدأ العمل به في عام 1967 في الولايات المتحدة. ويستثمر في نوعيـن من الأسهم: الأول المدر للدخل الذي يعطي عائدا على شكل أرباح موزعة، والثاني يدر أرباحـا رأسمالية. ولهذا الصندوق مدة معينة يتم تصفيته بعدها وتوزع حصيلة تصفية موجوداته علـى المساهمين فيه، حيث يحصل المساهمون في الأسهم المدرة للدخل على كافة التوزيعات من الأرباح على الأسهم التي يملكها الصندوق، بالإضافة إلى مبلغ معين يدفع لهم من المبالغ الناتجة عـند التصفية للصندوق. أما أصحاب الأسهم المدرة لأرباح رأسمالية فلا يحصلون على عائد من الأربـاح التي توزع سنويا، ولكنهم يحصلون على جميع الأرباح الرأسمالية المتحققة خلال حياة الصـندوق، بالإضـافة إلـى حصة عند التصفية، تعادل الفرق بين قيمة الصندوق عند التصفية والدفعات الموعود بها حملة الأسهم المدرة للربح.

**9. الأسس التي تحكم عمل صناديق الاستثمار:**

على الرغم من وجود بعض الخصائص المشتركة بين صناديق الاستثمار المختلفة، وتختلف فيما بينها في الأهداف، والتنظيم الإداري. فالهدف الأساسي للأغلبية العظمى لهاه هو النمو مقاسا بحجم موجوداتها ((Rose & Kolari, 1995,p. 667 ، بينما يهدف بعضها الآخر إلى زيادة أرباحها.

وتنـبع الأسـس التي تحكم عملها من أهدافها والسياسات التي تتبعها. ويجب تزويد المستثمرين المتوقعين في الصندوق بنشرة إصدار تتضمن أهداف الصندوق، والسياسات التي سيتبعها لتحقيق هذه الأهداف الاستثمارية. ولا يجوز تغيير هذه الأهداف إلا بالحصول على أغلبية أصوات أسهم

الصـندوق. أمـا السياسـات الاسـتثمارية فـتظهر علـى شـكل بيان يحدد بشكل عام أنواع الاستراتيجيات التي سيتبعها، وأنواع الموجودات التي يمكن لمدير الصندوق أن يستثمر بها.

وقـد تتخصـص بعـض الصـناديق في الاستثمار في أسهم شركات، وتتخصص أخرى في الاسـتثمار فـي السندات. وقد تختلف أهداف الاستثمار للصناديق الاستثمارية حتى بين تلك التي تتخصص في الاستثمار في نوع معين، كالاستثمار في الأسهم، فقد تكون الأهداف الاستثمارية لصـندوق ما أن يستثمر في أسهم تعطي عائدا سنويا ثابتا إلى حد ما ( تعتمد سياسة ثابتة لتوزيع الأربـاح)، في حين تكون الأهداف الاستراتيجية لصندوق آخر الاستثمار في أسهم تعطي أرباحا رأسـمالية ( أي لا تهتم بتوزيع أرباح، وإنما تعيد استثمار الأرباح من أجل النمو وتحقيق أرباح رأسمالية لمساهميها). وهناك صناديق استثمارية تهدف إلى الجمع بين الاستثمار في أسهم تعطي توزيعات ثابتة للأرباح، وأخرى تركز على الأرباح الرأسمالية.

وقد تركز بعض الصناديق في استثماراتها على الاستثمار في صناعات معينة، وبعضها الآخر يحصـر نفسه في الاستثمار في أسهم شركات صغيرة، ويركز قسم آخر منها على الاستثمار في أسهم شركات أجنبية. ويعمد البعض إلى التنويع في استثماراته في الأسهم.

أما لصناديق التي تهدف إلى الاستثمار في السندات فقط، فلديها التشكيلة الواسعة من السندات التـي قـد تتخصص في بعضها، وقد تلجأ إلى التنويع فهناك السندات الحكومية، وهناك سندات الشركات. أما أهدافها الاستثمارية فقد تكون:

- الاستثمار في سندات ذات نوعية عالية.
- الاستثمار في سندات رديئة، Junk bonds وهذا النوع من السندات غير مضمونة، وبها مخاطرة عالية وعليه فنسبة الفائدة عليها عالية.
- الاستثمار في سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.
- الاسـتثمار فـي سـندات مضمونة أو سندات البلديات، أو غيرها من أنواع السندات المتعددة.
- الاسـتثمار فـي أدوات السـوق الـنقدي مثل: أذونات الخزينة، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع، وغيرها من أدوات السوق النقدي.

وتخضـع عادة هذه الصناديق إلى القوانين التي تنظم عملها، كما تخضع الأسهم التي تصدرها للإجراءات المتبعة في البلد، والخاصة بإصدارات الأسهم.

تـزود هـذه الصـناديق المسـاهمين المستثمرين فيها بتقارير مالية بصورة دورية، مبينة فيها سياسـاتها الاسـتثمارية التي ستتبعها لتحقيق أهدافها الاستثمارية. كما لا يحق لشركة الاستثمار تعديل أهدافها الاستثمارية دون موافقة مساهميها.

**10. 1. أهـداف الاستثمار في الإسلام: يمكن تلخيص أهداف الاستثمار في الإسلام بما يلي ( أبو غدة، 1998):**

1. المحافظة على أصل المال ( راس المال).
2. تحقيق الربح لأصحاب البنك مما يعمل على زيادة أصل المال.
3. توفير السيولة من أجل العمل على مواجهة طلبات السحب من الودائع.
4. ر بط الاستثمار بالقيم الشرعية والأخلاقيات السلوكية.
5. حصر الاستثمار في السلع الحلال، واجتناب الأنشطة المحرمة.
6. مـراعاة الأولويـات فـي إدارة النشـاط الاقتصـادي، وهي الضروريات والحاجيات والتحسينات.
7. تحقيق فرص عمل، ومنع البطالة.
8. أداء حق ا في المال بالزكاة والصدقات.

**ويقوم النظام الإسلامي في الاستثمار على قاعدتين هما:**

1. عدم استخدام القرض بفائدة كوسيلة للاستثمار. لأن الربا حرام
2. لم يحرم الإسلام وسيلة إلا أوجد بديلا أطهر وأزكى، فكانت القاعدة الثانية وهي: " الغرم بالغـنم"، فأوجد الإسلام مجالات واسعة للاستثمار تعتمد على مبدأ المخاطرة على أساس احـتمال الـربح والخسارة. وتضم هذه القاعدة عدة أشكال من أشكال الاستثمارات نذكر منها: البيوع بأنواعها المختلفة، والشركات، والإيجارات.

وهـنا يلاحـظ أن البنوك التقليدية مقيدة بصورة أساسية بالإقراض كوسيلة للاستثمار، في حين تتعدد الوسائل أمام البنوك الإسلامية، لتلبي احتياجات الأفراد والمؤسسات والحكومات، بما يضمن حسن التوزيع والعدالة في الأداء.

و الأصـول فـي الإسـلام أربعة، وهي: الأعيان، والمنافع، والحقوق المالية، والديون والنقود. وبالتالي فلا ترى الشريعة الإسلامية في الأصول المالية، إلا ما وراءها من حقائق، أي لا تعتبر الأصول المالية أصولا إلا بمقدار ما تمثله من أموال حقيقية مادية أو معنوية.

والأصـل فـي الإسـلام أن لا يستحق الربح على التمويل إلا بتملك مال نام. وبالتالي، فالسندات المقبولة شرعا، يجب أن تمثل ملكية مال نام نماء طبيعيا أو سوقيا.

**11. صناديق الاستثمار الإسلامية:**

مع إنشاء البنوك الإسلامية منذ ما يزيد عن 30 عاما، بدأ التفكير في إنشاء العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث تم إنشاء العديد منها في البحرين والكويت ومصر والولايات المتحدة وغيرها لتعمل على الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية. ومن الأمثلة على ذلك قيام بنك فيصل الإسلامي إنشاء صندوق استثماري إسلامي ذا عائد دوري برأسمال 50 مليون جنيه مصري ، موزع على نصف مليون وثيقة قيمة كل منها 100 جنيه، ، والحد الأدنى للإكتتاب في الصندوق 1000 جنيه.

**1.10: ماهية الصناديق الاستثمارية:**

ومما ساعد على إنشاء هذه الصناديق استحداث العديد من الأدوات الاستثمارية الإسلامية، وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في أوراق مالية لشركات قائمة.

وتتخصص هذه الصناديق في الاستثمار في أوراق مالية لمنشآت تتسم بالضوابط الشرعية، واعتبرت شركة الراجحي هذه الضوابط مسألة اجتهادات، وليست أحكاما شرعية بالتحريم أو التحليل ( شركة الراجحي على الموقع **indexsgnal.com**:) حيث كان هناك ثلاث تيارات لها وجهات نظر مختلفة بشأن التعامل بالأسهم:

1. التيار الأول يرى أن التعامل بأسهم الشركات التي تتعامل بالربا أو أي نشاط محرم، مهما كانت نسبته، محرم مطلقا ويجب تركه من باب الورع.
2. التيار الثاني يرى أن عدم التعامل في الأسهم كليا فيه تعطيل لأموال المسلمين، واشترط لصحة التعامل بالأسهم من الناحية الشرعية ما يلي:
أ. أن يكون نشاط الشركة المصدرة للأسهم الأساسي غير محرم، وظهرت عدة فلاتر في هذا المجال، منها فلتر الراجحي، وإسلام كيو، وأي هلال، والداو جونز الإسلامي، وبرنامج الفلتر الإسلامي للأسهم الأمريكية. وتختلف هذه الفلاتر عن بعضها اختلافا بسيطا، إلا أنها تظل في النهاية اجتهادات وليست أحكاما شرعية.
3. التيار الثالث: رأى أن لا يغلب الحرام على الحلال في موجودات الشركة حتى يجوز التداول بأسهمها. ورأى هذا التيار أن لا تتجاوز نسبة الفوائد والديون والنقد 50% من موجودات الشركة وممتلكاتها، شريطة أن يكون نشاط الشركة الأساسي غير محرم.

ويتطلب جمع البيانات عن شركة ما، الكثير من الجهد، لذا، فإن برنامج الفلتر الإسلامي يقوم بجمع البيانات المالية للشركات وتحليلها، للتأكد من الضوابط الشرعية للشركة ويمكن الحصول

علـى بيانات الشركات من موقع **Multex Investor.**، وتؤخذ جميع الضوابط الشرعية من موقـع المؤشـر نت ( **Yaser_a@alrajhibank.com.sa** وقد وضعت شركة الراجحي القواعـد التالـية لحسـاب الضـوابط الشـرعية للاسـتثمار في أسهم الشركات الأمريكية ( **Yaser_a@alrajhibank.com.sa**):

1. اسـتبعاد الشـركات التـي تـتعامل الخمور ولحوم الخنزير، والبنوك والتأمين وشركات الوسـاطة المالية وتوظيف الأموال والمراقص والكازينوهات، وصالات القمار، والفنادق والسينما وشركات التبغ والأسلحة.
2. بعـد اسـتبعاد الشـركات السابقة الذكر يتم تطبيق فلترين على البيانات المالية للشركات المتبقية لاستبعاد ما يتعارض منها مع هذين الفلترين:

أ. الفلتر الأول: نسبة الدخل من الفوائد إلى مجموع الإيرادات يجب أن تكون أقل من 5%.

ب. الفلتر الثاني: نسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول يجب أنم يكون أقل من 30%.

### 2.10 أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

هـناك العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية التي يلتزم المدير فيها بالضوابط الشرعية، التي تظهر في نشرة الإصدار الخاص بكل منها، وتقوم البنوك الإسلامية وغير الإسلامية بتسويق هذه الأنـواع مـن الصناديق ( موقع الدكتور محمد القرعلي(2002 **www.elgari.comm** ). ومن هذه الأنواع:

1. صناديق الأسهم الإسلامية: وتقوم بالاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحا، لتحقق أرباحا من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات، إلا أن الفقهاء اختلفوا في الشركات التي أصـل عملها مباح ، ولكنها تمارس بعض الأعمال المحرمة كأن تقترض بفائدة، أو تودع أموالهـا بفائدة . حيث رأى البعض عدم الاستثمار في أسهمها، والرأي الثاني يرى إمكانية الاسـتثمار فـي أسـهمها، وعلى مدير الصـندوق أن يحسب الدخل النتاج عن أعمـال محرمة، ويستبعده من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق. ومخاطر الاستثمار في هذه الصناديق عالية.
2. صـناديق السـلع: وتقـوم بشراء السلع المباحة، ثم بيعها بأجل ، على أن يكون لهذه السلع بورصـة مـنظمة مثل النحاس والألمونيوم والبترول. يمكن أن تعمل هذه الصناديق بصيغ البيع الآجل، أو المرابحة، أو السلم.
3. صـناديق المرابحة: وتقوم هذه الصناديق بشراء السلع الدولية بالنقد ، ثم بيعها لطرف ثالث بالأجل، على أن تقوم دراسة مركزه الائتماني قبل بيعه هذه السلع بالدين.

صناديق السلم: وهو بيع آجل بعاجل. كأن يقوم الصندوق بشراء كمية من زيت الزيتون الآن من المزارعين، ويتم تسليم المبيع من الزيت وقت المحصول. ويستطيع الصندوق أن يحقق ربحا من شرائه للزيت قبل موسمه وقبل حصاده.

4. صـناديق التأجـير: يقـوم الصـندوق بامتلاك أصول مثل المعدات والسيارات والطائرات والشـاحنات وغـيرها، ومن ثم تأجيرها والاستفادة من الإيرادات الإيجازية أو التعامل مع هذه الأصول كالبيع التأجيري المنتهي بالتمليك.

**3.10: الأدوات المالية الاستثمارية التي يمكن للصناديق الإسلامية الاستثمار بها:**

**خصـائص الاستثمار في السندات المشروعة:** يمكن تلخيص خصائص الاستثمار في السندات المشروعة فيما يلي: ( أبو غدة، 1998، ص: 183_184):

1. تعلـق الملكية بحصة من الموجودات، وليس بحصة من العائد فقط: ففي حالة شراء معدات (موجودات) بتمويل من حملة السندات، يصبح السند مالكا لحصة من هذه الموجودات، ففي حالـة تأجـير هذه المعدات ( الموجودات)، يحق لحامل السند جزء من أجرة هذه المعدات باعتباره مالكا لحصة فيها.
2. اسـتحقاق الـربح وتحمل الخسارة: حيث يشارك حملة السندات في الربح المتأتي من تنمية هـذه الموجودات سواء بالمتاجرة بها أو التأجير بنسب تتفق مع نسب ملكيتهم للسندات التي مولت هذه الموجودات.
3. تحمـل أعـباء الملكـية: يتحمل حامل السندات ( مالك الموجودات)، الأعباء والمصاريف المترتـبة على ملكية الموجودات المتمثلة في السند كالتأمين والصيانة، والضرائب المترتبة علـى الملكية، وغيرها. ما عدا المصاريف التشغيلية، بما فيها الضرائب الأخرى فيتحملها المستفيد.
4. إنـتفاء ضـمان المضـارب أو الوكيل أو الشريك: يتناقض الضمان مع كل من المضاربة والوكالـة، وهما الصيغتان التي تدار بهما السندات، فلا ضمان لرأس مال حامل السند. لأن ذلك يحول العملية إلى ربا.

**3. القيود الشرعية للاستثمار في السندات وغيرها**:

تعتبر كافة أنواع الاستثمار حلالا، إلا ما حرم ربي. ويشمل إثم الحرام كل من شارك فيه بجهد مـادي أو معـنوي، وبالتالـي، يحـرم كل نشاط استثماري في مراحل الإنتاج أو التسويق، أو الاستهلاك، يساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في إنتاج وتسويق واستهلاك المحرم، لأنه إعانة

على الحرام لقوله تعالى: **ولا تعاونوا على الإثم والعدوان**. ومن الأنشطة الاستثمارية المحرمة ما يلي ( محي الدين، 1986):

- الـتعامل الربوي كإنشاء المصارف المتعاملة بالربا أو المساهمة فيها، وإيداع الأموال فيها أو الاقتراض منها.
- التوظيف المالي في السندات.
- صرف العملات بالأجل.
- التأمين التقليدي.
- التعامل بالمسكرات، والمخدرات صناعة أو تداولا أو تناولا.
- القمـار، ومسـمياته، كاليانصـيب والمراهنات الرياضية، أو تقمص أغراضا خيرية وإنسانية، ويشمل ذلك تنظيم أماكن القمار أو تأجير مبان لذلك.
- الخـنازير، والذبائح المحرمة والميتة.البغاء والملاهي والمراقص، وما يتعلق بها من أفلام، ومجلات، وقنوات.
- صناعة التماثيل.
- الـتعامل وفـق صـور ممنوعة في البيع والعقود الأخرى، من حيث اشتمالها على الجهالة، أو الغش، أو الضرر، أو الربا، أو الشروط الفاسدة.

ويقوم الأساس الشرعي الذي تبنى عليه الأدوات الاستثمارية الإسلامية على عنصر أساسي يتمثل فـي الـتقاء عنصـر رأس المـال مع العمل المنتج من أجل الربح. وحتى يتسنى لهذه الأدوات الاسـتثمارية أن يتحقق لها النجاح، فلا بد من وجود سوق ثانوي لها، يحقق إمكانية تحويلها إلى نقـد عـند حاجـة حاملـي هذه الأدوات إلى نقودهم التي استثمروها في هذه الأدوات. ولما كان المستثمر في هذه الأدوات، يعتبر مالكا لحصة من موجودات المشروع الذي تم تمويله من حصيلة هـذه الأدوات، فإن هذه الحصة، يمكن أن تكون قابلة للبيع والشراء في سوق إسلامي منظم.

**أشكال الأدوات الاستثمارية التي يمكن أن تشكل سوقا لرأس المال الإسلامي**:

**1. سـندات المقارضة ( المضاربة):** وتعني الوثائق الموحدة القيمة، التي تصدر بأسماء مالكيها، مقـابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح. ويحصـل مـالكو السندات على نسبة محددة من أرباح المشروع، تحدد في نشرة الإصدار، ولا تعطـي سـندات المقارضـة أي فوائـد لحامليها، كما لا يحق لهم المطالبة بأي فوائد. وقد تكفل الحكومـة تسديد سندات المقارضة بالقيمة الاسمية الواجب إطفاؤها بالكامل في المواعيد المقررة، وتصبح المبالغ المدفوعة لهذا السبب قرضا ممنوحا من الحكومة للمشروع بدون فائدة فور إطفاء

( تسـديد) قـيمة السندات الاسمية ( المادة 12 من قانون سندات المقارضة رقم 10 لسنة 1981 الأردني). **وسندات المقارضة نوعان هما:**

**أ. سندات المقارضة المشتركة:** وهي أحد أشكال الودائع الاستثمارية، وهي عبارة عن وثائق موحدة القيمة وصادرة عن البنك بأسماء من يكتتبون بها، مقابل قيامهم بدفع القيمة المحررة بهـا، وذلـك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح المحققة سنويا، وحسب شروط خاصة بكل إصـدار على حدة. وتكون عادة نسبة من مجموع أرباح الاستثمار الصافية لكل سنة مالية تالية للسنة المالية التي تطرح فيها هذه السندات للاكتتاب.

**ب. سـندات المقارضة المخصصة:** تختلف عن سندات المقارضة المشتركة في كونها مرتـبطة بمشروع محدد أو غرض معين. ويتم تصنيفها تدريجيا على حسب نتائج المشروع، أو المشـاريع المموـة مـن حصيلة الإصدار المعين في كل حالة على حدة، ويحدد لها حصة من إيـرادات المشروع الصافية المستثمرة فيه من قبل مجلس إدارة البنك، ويفتح حساب دخل خاص للمشـروع الممـول مـن حصيلة هذه السندات، يكون مستقلا عن سائر إيرادات البنك الأخرى. ويرى البعض أن سندات المقارضة تشبه عملية المضاربة، إلا أن الأرجح أنها ليست من عمليات المضاربة لافتقارها للعديد من شروط المضاربة نذكر منها:

- أمـن شروط المضاربة ن يكون صاحب المال هو المالك لموجودات المضاربة، أما في هـذه السندات، فالجهة المصدرة هي المالكة لموجودات المضاربة وليس صاحب المال، أي مالكي السندات.
- يـتحمل صـاحب المـال نصيبه من الربح، ويتحمل كامل الخسارة مهما كانت في حالة المضـاربة، أمـا فـي سندات المقارضة كما وردت في قانون سندات المقارضة الأردني، فيحصـل مالك السندات على الربح، ولا يتحمل نصيبا من الخسارة لأن الحكومة تضمن هذه السندات بقيمتها الاسمية، الأمر الذي يخرجها من دائرة المضاربة.

وعلـيه تشـبه هذه السندات القرض المضمون في عدم تحملها لأي خسارة،، إلا أنها تخـتلف عـنه في أن ربحها غير مضمون. ولذا، أرى أن يتم البحث عن صيغة أخرى لسندات المقارضة تجعلها بعيدة الشبه بالقرض الربوي.

**2. سـندات المشاركة:** لا تختلف هذه السندات عن سندات المقارضة إلا في كيفية تنظيم العلاقة بيـن الجهـة المصـدرة للسندات، وحملة السندات. حيث أن العلاقة بين مصدر السندات وحملة السـندات فـي سـندات المقارضة هي علاقة مضارب بأصحاب المال. في حين أن العلاقة بين مصـدر السندات وحملة السندات في سندات المشاركة، هي أن تكون الجهة المصدرة واحدا من

المشـاركين لحملـة السـندات. وتقـوم الجهة المصدرة بتشكيل لجنة من المشاركين تقوم باتخاذ القرارات الاستثمارية. وسندات المشاركة على أنواع فمنها سندات الإجارة، وسندات الاستصناع، وسندات السلم، حيث يتم تنظيم علاقة الإدارة بحملة السندات في هذه الأنواع من السندات إما على أسـاس المضـاربة، أو وكالـة الاسـتثمار، أو علاقة إدارة (حمود، 1998). .و تكون السندات الصـادرة بمـثابة راس المال المستخدم في إنشاء المشروع، أو امتلاكه إذا كان المشروع قائما. ويرى (حمود 1998) أن يكون لكل إصدار هيئة منتخبة من المكتتبين تتولى الإشراف على إنشاء المشـروع، وقـبض نصـيب الممولين وتوزيع حصص الإيراد ومتابعة انتقال ملكية السند من شخص لآخر. وقد تكون المشاركة مشاركة مستمرة مثل: سندات إنشاء المرافق الدائمة الاستعمال كالطـرق الرئيسة والموانيء والمطارات والمدارس والجامعات وغيرها ، كما قد تكون مشاركة متناقصـة . و يتم الإعلان في المشاركة المتناقصة عن طبيعة الإيراد السنوي، حيث يتكون من عنصرين:

- عنصر يشكل الإيراد لصاحب السند.
- ويشكل العنصر الثاني تسديدا لجزء من راس المال.

**مثال:** حقق المشروع الممول من السندات المشاركة المتناقصة 100 مليون دينار، وكان قد أعلن في نشرة الإصدار أن الدخل المحقق يوزع كالآتي:

50% ربح لأصحاب السندات، و50 % تسديدا لراس المال.

فصـاحب السند الذي قيمته 100 دينار، يكون له 5 دنانير ربح، و5 دنانير تسديدا لجزء من قيمة السند، بحيث تصبح قيمة السند الاسمية بعد التوزيع 95 دينارا، وهكذا، حتى يتم تسديد قيمة السند بالكامل. ويرى الشريف، ( 1998، ص: 286-287) أنه يجب توفر العناصر التالية في الصورة المقبولة شرعا لصكوك المشاركة:

- أن يمـثل الصـك حصـة شـائعة في المشـروع الذي صدرت الصكوك ( السندات ) لإنشائه أو تمويله. وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته حتى نهايته.
- أن تحـدد نشرة إصدار السندات شروط التعاقد، بحيث يتم التعبير عن الإيجاب بالاكتتاب فـي هـذه الصـكوك، وعـن القبول بموافقة جهة الإصدار. شريطة أن تتضمن نشرة الإصـدار جمـيع البـيانات المطلوبة شرعا في عقد الشراكة مثل: راس المال، وكيفية توزيـع الـربح، والشـروط الخاصـة بذلك الإصدار على أن لا تتعارض مع الأحكام الشرعية.

- أن تكون هذه الصكوك قابلة للتداول بعد انتهاء فترة الاكتتاب باعتبار أن هناك موافقة من جميع الشركاء على ذلك شريطة مراعاة ما يلي:

- فـي حالة كون مال الشركة المتجمع بعد الاكتتاب، وقبل مباشرة العمل ما يزال نقودا، فإن تداول هذه الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد، وتنطبق عليه أحكام الصرف.
- إذا أصبح مال الشركة ديونا، تنطبق على تداول الصكوك أحكام الديون.
- يجوز تداول الصكوك وفقا لأسعار السوق، أي حسب تراضي البائع والمشتري، في حالة كـون مـال الشركة موجودات مختلطة من النقود، والديون، والأعيان ( موجودات مختلفة)، والمنافع، شريطة أن تكون أغلب الموجودات في هذه الحالة أعيانا ومنافع.

- يجـوز تـداول صـكوك المشاركة في أسواق الأوراق المالية بالضوابط الشرعية، وفقا لظـروف العـرض والطلب. كما يجوز للجهة المصدرة أن تعلن للجمهور برغبتها في إعـادة شـراء هذه الصكوك بسعر معين، وهي بهذا تشبه أسهم الخزينة ( Treasury Stocks ).
- لا يجـوز أن تـنص نشرة الإصدار، ولا سندات المشاركة، على ضمان رأس المال، أو ربـح مضـمون، أو مقطـوع، أو كنسـبة من راس المال. وفي حالة النص على ذلك صراحة، بطل شرط الضمان، واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.
- لا يجـوز أن يكـون هناك نص في نشرة الإصدار أو سندات المشاركة يلزم بالبيع، ولو كـان معلقـا على شرط. وإنما يجوز أن يتضمن صك المشاركة وعدا بالبيع. وفي هذه الحالة، لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من قبل خبراء، ويرضى به الطرفان.

**3. سـندات الأعـيان المؤجـرة ( سندات الإجارة):** هي عبارة عن وثائق تمثل ملكية حصص متساوية في عقار مؤجر، تعطي صاحبها حق التملك والحصول على أجرة، والتصرف بملكه بما لا يضر بحقوق المستأجر، بمعنى أنها قابلة للتداول بيعا وشراء، ويتحمل صاحب السندات كل ما يـتعلق بالعقـار المؤجـر مـن تبعات الهلاك والصيانة، وغير ذلك من النفقات التي لا يتحملها المسـتأجر عادة. فتمثل هذه السندات ملكية أعيان معمرة. ويمكن لشركات الطيران والمؤسسات الحكومـية أن تطـرح سندات إيجازية، بهدف استئجار طائرة أو سفينة، كما يمكن استخدامها لإنشـاء مـنازل للطلبة في الجامعات، أو معدات ثقيلة أو غير ذلك من الموجودات غالية الثمن، ولمـدد زمنـية متوسطة الأجل أو طويلة الأجل، ومن ثم تشغيل هذه الموجودات، أو قيام الجهة المصـدرة بـالوعد باستئجار هذه الموجودات، بحيث يتحقق ربح مناسب لحملة السندات. ويمكن لهذه السندات أن تتداول في السوق، باعتبار أن المنافع كالأعيان من حيث اعتبارها أموالا.

**4. سـندات الخدمـات:** عـبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصـوفة، تقدم من قبل ملتزمها، لحامل السند في وقت مستقبلي محدد ( قحف، 1995). حيث تمـثل هـذه السـندات ملكية خدمات مستقبلية. وتتمتع سندات الأعيان وسندات المؤجرة وسندات الخدمات بالمرونة الشرعية الفائقة نظرا لما لعقد الإجارة من مرونة كبيرة من حيث إمكانية وضع شروط عديدة تتعلق بمواعيد دفع الأجرة، ومواعيد تسليم المأجور أو مواعيد تقديم الخدمة، وأنواع الأعـيان المؤجـرة، وإمكانية عمل عقد بيع للعين المؤجرة في نهاية مدة الإجارة، وكذلك إمكانية إصـدار السـندات من جهة أخرى غير تلك التي تقدم الخدمة أو العين المؤجرة ( قحف، 1998، ص: 261). وتجعـل كـل هـذه الأمور هذه الأنواع من السندات أداة صالحة للتداول وللوساطة المالـية. كما تجعلها قابلة للتعامل في سوق الأوراق المالية، ويجعل لها سعرا سوقيا، و يصلح بعضـها للبـيع إلـى المصارف، وإعادة البيع إلى البنك المركزي، وبذا، يمكن أن تصلح بديلا لخصم وإعادة خصم الكمبيالات. كما يمكن أن تصدرها مؤسسات الأعمال والحكومات ويمكن أن يستخدمها البنك المركزي كأداة من أدوات السوق المفتوحة.

**5. سندات السلم**: السلم عبارة عن بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل. ويرى البعض أن مثل هـذه السندات يجب أن لا تكون قابلة للتداول، لأن الموجودات التي تمثلها السندات هي ديون في ذمة المشتري.

**6. سـندات الاستصـناع:** لا يختلف الاستصناع عن السلم في أنه بيع سلعة موصوفة في الذمة. ولكـنه يجمـع بيـن معـنى البيع المتمثل في أصل المبيع ، ومعنى الإجارة المتمثل في العمل المشترط في الاستصناع. ويرى البعض أن مثل هذه السندات، شأنها شأن سندات السلم، يجب أن لا تكـون قابلة للتداول، لأن الموجودات التي تمثلها السندات هي ديون في ذمة المشتري. ولكنها يمكـن أن تكـون قابلة للتداول في حالة إصدارها من قبل الصانع، حيث تمثل موجوداته من عدد وآلات وموجـودات ثابتة أخرى، في حالة كون قيمـتها أكـثر من المصنوع بعد صنعه وبيعه، فهنا تكون السندات متمثلة بموجودات لا بذمة وديون، وبالتالي يمكن تداولها.

**8. شهادات الاستثمار الإسلامية:**

تختلف شهادات الاستثمار عن ما يعرف بشهادات الإيداع (Certificates of Deposits ( CDs ، حيث أن شهادات الإيداع عبارة عن ودائع لأجل بمبالغ معينة تودع لدى بنك معين لأجل معينة، وتحمـل فـائدة، وهذا النوع من الشهادات عبارة عن قرض من صاحب المال للبنك بفائدة، وهو غير جائز شرعا.

أما شهادات الاستثمار الإسلامية فهي شهادات يصدرها البنك لمن يودع لديه مبلغا من المال لمدة معيـنة بغـرض الاستثمار، وهي لا تحمل فوائد، إنما تشارك في أرباح الإستثمارات، ومنها ما يعطـي حاملها الحق في السحب على جوائز، فقد وردت فتوى لبنك فيصل الإسلامي على النحو التالي:

" تقـوم مصلحة البريد والبرق بالسودان بمباشرة صورة معينة للنشاط الادخاري، وذلك ببـيعها سـندات ادخـار ذات قيمة اسمية موحدة، ويمكن استرداد قيمتها بإرجاعها وقت ما يشاء صـاحبها. وتقوم المصلحة بعمل سحب بطريقة عشوائية خلال فترات معينة بهدف اختيار عدد معيـن مـن أصـحاب السندات، ومنحهم جوائز ذات قيم متفاوتة كحافز لهم على الاستمرار في الادخار، وحفز آخرين على شراء هذه السندات. وكانت الإجابة على هذا التساؤل كما يلي:

" يجـوز أن يمـنح البـنك جوائز لأصحاب ودائع الادخار دون علم مسبق من جانبهم، وبكيفـية يحددها البنك بحيث تتعدد وتتباين صور هذه الجوائز في كل مرة، ولا تكون في فترات ثابـتة. حـتى لا تصـبح هـي الدافع للادخار، ولا يجوز تقديم جوائز للمدخرين بصورة معلنة ومـتكررة، وإن كانـت غير مشروطة في عقد وديعة الادخار، لأن ذلك سيصير بمرور الزمن عرفا، وبالتالي يأخذ حكم المنفعة المشروطة في عقد الوديعة.

وعليه حاولت بعض البنوك الإسلامية استحداث نوع من هذه الشهادات سميت شهادات الاستثمار الإسـلامية: قدم الإسلام شهادات أو ودائع الاستثمار حسب أحكام المضاربة المعروفة. ( أنظر أحكـام المضاربة في فصل المضاربة من هذا الكتاب)، بحيث تكون العلاقة بين البنك وأصحاب هـذه الشهادات علاقة مضاربة: أي أصحاب الشهادات هم أصحاب المال، ويقوم البنك أو الجهة المصـدرة بـدور المضارب بعمله. ويتفق الطرفان على كيفية اقتسام الربح، وتقع الخسارة على أصـحاب شهادات الاستثمار. في حين يخسر البنك المضارب عمله، وهنا غالبا ما يشترط البنك قبول الوديعة على أساس المضاربة المطلقة حتى يستطيع خلطها مع غيرها ، ومع ماله إن رأى ذلك مناسبا، أو أن يستخدمها بموجب أحكام المضاربة المقيدة.

كمـا يمكـن أن تكون شهادات الاستثمار مخصصة شأنها شأن الودائع المخصصة للاستثمار في مشـروع أو مشروعات معينة، كما هو معمول به من قبل البنك الإسلامي للتنمية بجدة، وتتلخص شروط هذا النوع من الشهادات كما في نموذج بنك التنمية الإسلامي بما يلي:

العلاقـة بيـن البنك، وحملة شهادات الاستثمار هي علاقة مضاربة، وتخضع للشروط والأحكام الخاصة بعقد المضاربة، ومنها احتمالات الربح والخسارة.

يـتم تحديـد سعر الشهادة في فترة الاكتتاب حتى بداية النشاط على أتساس القيمة الاسمية، يقوم البنك بعد ذلك وعلى فترات دورية لا تتجاوز ثلاثة أشهر بإعلان أسعار تداول هذه الشهادات بيعا وشراء وذلك بناء على المركز المالي للمشروع، وحسب ظروف العرض والطلب، بمعنى تصبح الشـهادة حصة من موجودات المشروع التي قد تزيد أو تنخفض حسب نشاط المشروع، وبالتالي ترتفع أو تنخفض قيمة الشهادة.

يتم توزيع الربح الناتج من المشروع المخصص بين رأس المال ( أصحاب الودائع) والمضارب ( البنك) على النحو التالي:

نسبة من الربح للمضارب

نسبة من الربح لحملة الشهادات

نسبة من الربح تخصص لصندوق تأمين مخاطر الاستثمار.

يتم تجنيب جزء من الربح لمواجهة مخاطر الاستثمار، لأن التأمين التعاوني مرغوب فيه شرعا، وفـيه مصـلحة لحملة الشهادات، وهذا يحتاج إلى رضاء حملة الشهادات، أي أن ينص عليه في نشرة إصدار الشهادات حتى يعلم به من يرغب في الاستثمار في هذه الشهادات مسبقا. "إذ لا يحل مال إمرىء مسلم إلا بطيب نفس".

لا بد من إشراف ومراقبة هيئة الرقابة الشرعية على مثل هذا النوع من الشهادات قبل إصدارها، وبعد الإصدار للتأكد من مطابقة هذا العمل لأحكام الشريعة الإسلامية.

**9. سندات تمويل بيوع المرابحة للآمر بالشراء**: يذكر حمود ( 1989) مثالا على ذلك وهو: إذا رغبـت شركة أو حكومة بشراء سلعة معينة أو معدات ذات قيمة عالية، فتطرح سندات للاكتتاب العـام، بحيث تقوم هيئة مالكي السندات بشراء ما تريده الجهة طارحة السندات للاكتتاب العام، ثم بـيعه لها بسعر التكلفة مضافا إليه نسبة الربح المتفق عليه، وذلك بالتقسيط ولمدة معين هي أجل السندات، ثم تقوم هيئة السندات بتحصيل الإقساط وتوزيعهـا على حملة السندات. ولكن مثل هذه السـندات لا يسـهل تداولها لأن موجوداتها ديونا، وليست موجودات فعلية، وبالتالي وحتى يسهل تداولهـا، يمكـن أن تكـون جزءا بسيطا من ضمن محفظة شاملة لسندات المقارضة والمشاركة والمنافع. بحيث يكون الجزء الأكبر في هذه المحفظة سندات أعيان ومنافع، لا سندات دين.

**10. الأسهم التي ليس لها حق التصويت: Non Voting Stocks:** ( حمود، 1989)

الشركات في الإسلام نوعان: شركة العنان: وهي التي يشترك فيها الشركاء كل منهم بحصة من رأس المال، وهم شركاء في الإدارة كل بحسب حصته في راس المال. وشركة المضاربة: وهي

التـي تحـتوي علـى نوعين من الشركاء: نوع برأس المال، وليس له حق التصرف والإدارة، والآخر بعمله، وله حرية التصرف والإدارة حسب عقد الشراكة.

ويفرق القانون الإنجليزي بين الملكية والإدارة، وبالتالي استحدث نوعين من الأسهم: الأسهم ذات حق التصويتVotiing stocks ، وأخرى الأسهم التي ليس لها حق التصويت Non Voting stocks ، و شـركات المضـاربة الإسـلامية هي شركات أسهمها من النوع الذي ليس له حق التصويت أو التدخل في الإدارة.

**11. سـندات الخزيـنة المخصصـة للاسـتثمار الإسلامي:** ( حمود، 1989) وهي تعتبر بديلا لسندات الدين العام التي تصدرها الحكومات بهدف الاقتراض من الجمهور، وتدفع عليها فوائد إما سـنوية أو نصـف سـنوية. وهي نوعان: سندات قصيرة الأجل اصطلح على تسميتها بأذونات الخزيـنة، ومدتهـا 90 يوما، أو 180 يوما، أو360 يوما، ويمكن أن يكون استحقاقها بالأسابيع، ؟يكـون بعضـها مستحقا بعد 13 أسبوعا، وبعضها بعد 26 أسبوعا، وبعضها بعد 52 أسبوعا. وتـباع عـادة بخصـم، أي يدفع مشتريها قيمتها مخصوما من القيمة قيمة الفائدة عن المدة، وفي تـاريخ الاستحقاق يحصل على المبلغ كاملا، الأمر الذي يعني حصوله على الفائدة مسبقا.والنوع الآخر وهو سندات طويلة الأجل، وتسمى بسندات الخزينة، أو سندات التنمية كما في الأردن.

ويقترح الدكتور سامي حمود بديلا إسلاميا لأذونات الخزينة تعتمد على نظام السلم: وهي الوسيلة التـي اقترحها الرسول صلى ا عليه وسلم للتمويل العاجل على حساب الإنتاج الآجل، وقد تمثل ذلك في ثمار النخيل التي كانت السلعة الأساسية في النظام الاقتصادي الإسلامي في ذلك الوقت. حيـث وجـد الرسـول صـلى ا عليه وسلم أن أهل المدينة يتبايعون ثمار النخيل قبل أن تثمر بصـورة عشـوائية تؤدي إلى الظلم في كثير من الحالات، فقال عليه الصلاة والسلام: من أسلم فليسـلم فـي كيل معلوم، أو وزن معلوم إلى أجل معلوم. وبذلك استطاع صاحب النخيل أن يبيع الـثمار قبل أن تنضج ، ويقبض الثمن مسبقا فيستفيد به، وأمكن للمشتري أن يشتري الثمار بسعر أقـل، ويحصـل عليها عند النضج، ويمكن أن تصلح هذه لطريقة في بيع زيت الزيتون، والقمح وغيره من الحبوب في بلادنا. وبالتالي يمكن للحكومات إصدار سندات السلم، فتقبض ثمنا مسبقا، على أن تبيع حاملها منتجا معينا عند الحصاد. كأن تبيع سندات السلم لتمويل المحاصيل الزراعية، وتعطـي حملـة السـندات مـن المحاصـيل الزراعية، أو تحصل منهم على تفويض ببيع هذه المحاصـيل، وإعطائهم من ثمن المبيع. وهنا يمكن خلق سوق لهذه السندات، بحيث يمكن أن تباع وتشترى قبل تاريخ استحقاقها ، وهو تاريخ المحصول الذي تم تمويله من حصيلة الإصدار.

أمـا الصـورة البديلة للسندات الطويلة الأجل، فلما كانت السندات الطويلة تصدر لتمويل مشروع معيـن ثبتـت جدواه الاقتصادية، فيمكن أن تصدر لتمويل ذلك المشروع، ودون تخصيص فائدة محـددة لحملة السندات، إنما لإعطائهم جزءا أو نسبة معينة من أرباح ذلك المشروع، بمعنى أن يشـاركوا حملـة الأسـهم في أرباح ذلك المشروع، أو أرباح الشركة بشكل عام بنسبة مساهمة السـندات مـن هـيكل رأسـمال الشركة Capital structure، لفترة محددة وهي مدة استحقاق السندات. وبالتالي يمكن إصدار سندات لتمويل مشاريع قابلة للتنفيذ على أسس اقتصادية مثل:

سندات إعمار الممتلكات الوقفية لإحياء أراضي الأوقاف، ويحصل حملة السندات على عوائد من منتجات الأراضي التي تمت إحياؤها، ومولت من حصيلة السندات.

سندات المباني المدرسية الخاصة لإنشاء المدارس والمعاهد والكليات.

سندات البلديات لإنشاء الأسواق العامة، والمسالخ، والمدن الصناعية.

سـندات المـرافق العامة: كإنشاء شبكات المياه والكهرباء، والتليفونات، والمطارات وغيرها من المرافق ذات الرسوم.

ومـن فوائد هذا النوع من السندات أنها تعفي مصدرها من الفوائد التي ستدفع عليها، مما يساعد مصدريها على حسن التخطيط، وعدم التفكير في كيفية تسديد الفوائد الدورية، كما تساعد حامليها على الاستفادة من إيرادات المشاريع التي تمولها هذه السندات.

1. صكوك المرابحة
2. تعمل الباكستان الآن على إصدار سندات إسلامية عالمية
3. كما أصدرت ماليزيا عام 1999 صكوكا إسلامية بلغت نسبتها في 2001 حوالي 36 % من مجموع سندات الدين.
4. وقامت مؤسسة النقد في البحرين بإصدار صكوك السلم والتي تمت المساهمة فيها بزيادة 80% عن الإصدار.
5. **وذكرت مجلة (Executive News ( 2004. No. 5 p.4** أن شركة الاتصالات العربية ستعمل على إصدار صكوك بقيم تتراوح ما بين 100-150 مليون دولار

**مؤشر الأوراق المالية الإسلامي:** اهتمت المؤسسات المالية الغربية بقطاع التمويل الإسلامي الذي يـتزايد الطلـب على منتجاته، فظهرت في أمريكا مؤسسة **LARIBA**، والتي أنشأت العديد من الصناديق الإسلامية ومنها **Amana Fund**،

كمـا أصـدرت مؤسسـة داو جونز أول مؤشر يمثل رأس المال الإسلامي لها في البحرين عام 2000 أطلق عليه مؤشر داو جونز الإسلامي ، الذي يعد أول مؤشر يتابع رأس المال الإسلامي، حيـث بـدأ هـذا المؤشـر بإدراج نحو 50 شركة تزيد استثماراتها عن 50 مليار دولار. المال الإسـلامي ، حيـث يتابع هذا المؤشر 17 شركة تركية تصل موجوداتها حوالي 4 مليارات من الدولارات.

وتعـبر هـذه المؤشـرات عـن حرص المسلمين على الاستثمار الحلال وفقا لمباديء الشريعة الإسلامية، فهي تتيح قياس أداء الاستثمارات الإسلامية، وتساعد في التخطيط للمستقبل.

وتعمـل الشركات التي يقيس أداؤها مؤشر داو جونز الإسلامي في الأنشطة الحلال، ولا تستثمر أموالهـا فـي الصـناعات المحرمة كالخمور والتبغ، والصناعات التي تدخل في منتجاتها لحوم الخـنزير، ولا البـنوك وتلـك التي تقوم بصناعة السلاح. ويقدر رأس المال السوقي الداخل في المؤشـر ب 8 مليارات دولار من رأس المال العربي والإسلامي مقسم إلى 1416 سهما ( تقرير المؤشـر ، 2003). وبعض الشركات المدرجة في المؤشر شركات عالمية غربية تمارس أنشطة مشـروعة. ويسـاند المؤشـر هيئة شرعية من علماء مسلمين من سوريا ، باكستان، السعودية، البحرين والولايات المتحدة.

**يساعد وجود هذا المؤشر في( حسام الدين محمد، داو جونز النسخة الإسلامية، إسلام أون لاين):**

أ. خدمة صناديق الاستثمار الإسلامية لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم.

ب. تسـتخدم هذا المؤشر حوالي 28 ألف شركة على مستوى العالم لتعرف أداء الأسواق المالية الإسـلامية، ويسـتخدم فـي 48 دولة . ويصل عدد صناديق الاستثمار بمؤشر داو جونز الإسلامي إلى 100 صندوق يبلغ إجمالي موجوداتها حوالي 40 مليار دولار

ت. يعمل على اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج ليتم استثمارها في البلاد العربية بشكل صناديق استثمارية أو المساهمة في شركات مدرجة في المؤشر

ث. يعطي ميزة تنافسية للمؤسسات المالية الإسلامية عبر الانترنت ، حيث أن وجوده يعمل على تنشيط الاستثمارات.

ج. يسـاعد المؤسسـات المالـية الإسلامية على الاستجابة لطلبات العملاء على الاستثمارات الإسلامية.

ح. يسـتطيع المسـتثمر من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة، وتوفر عائدات مجزية مقابل رسوم إدارة منخفضة، وبالتالي يلبي متطلبات الأدوات المالية الاستثمارية.

## 5. شروط نجاح الأدوات التمويلية الإسلامية:

هناك العديد من الشروط اللازمة لنجاح الأدوات التمويلية الإسلامية نذكر منها:

1) وجـود الأساس التنظيم والقانوني لها. أي ضرورة التعريف بالسندات التي تصدر، ووضع شـروط تحمي حملة السندات من حيث مصداقية الجهة المصدرة، والضمانات، ومصداقية تمثيل السندات لأصول ثابتة حقيقية، وكل ما يجب أن تتضمنه نشرة الإصدار.
2) وجود الأساس التشريعي لها.
3) أن تمثل أعيانا ومنافع بصورة تزيد عن ما تمثله من ديون ونقود حتى يتسنى لها التداول في سوق المال الإسلامي.
4) ضرورة تحديد جهة الرقابة على مصدري السندات، وكذلك معايير الرقابة، وطرقها.
5) ضرورة بيان دور وشروط الوساطة المالية في إصدار وتسويق هذه السندات.
6) لا يجـوز تـداول هذه السندات بسعر سوق يختلف عن القيمة الاسمية للسند، إلا بعد أن يتم تحويل حصيلة الإصدار من النقود إلى موجودات عينية، أي أن تقوم الجهة المصدرة بشراء موجـودات من حصيلة هذه السندات بمبالغ تشكل الجزء الأكبر من حصيلة السندات، وذلك طـبقا لقـرار مجمـع الفقه الإسلامي رقم 5 المتخذ بدورته الرابعة في الفترة 18-6/23/ 1408 هـ.
7) وجـود سوق منظم لتداول هذه الأدوات بسعر يومهما. حتى يتم توفير السيولة اللازمة لمثل هذه الأوراق ، بحيث يتشجع المستثمرون فيها، في حالة تأكدهم من وجود سوق منظم يجعل الورقـة المالية سائلة وذلك بتسهيل بيعها عند الحاجة إلى قيمتها. كما أن وجود سوق منظم لهـذه الأدوات يشجع الشركات على إصدار مثل هذه الأدوات، وطرحها للاكتتاب العام بدلا من لا تجد وسيلة أخرى غير طرح سندات بفائدة كما هو الحال الآن.
8) ضـرورة تشكيل هيئة لمالكي السندات لكل إصدار، لتمثل هذه الهيئة أصحاب المال. كما لا بد من وجود هيئة لمالكي هذه الأدوات ي كافة أنواع هذه الأدوات، وذلك لكل إصدار علـى حدة، وفي حالة الأدوات الصادرة لتمويل مرابحات، أو استصناع أو سلم، فتقوم هذه الهيئة بإجراء عقد الشراء مرابحة، ثم عقد البيع عند تملك السلعة.
9) ضـرورة الـرقابة المنتظمة على أعمال سوق المال الإسلامي، وضرورة التقيد بمتطلبات الإفصـاح التـي بينها رسول ا صلى ا عليه وسلم حين قال لتاجر القمح الذي أدعى أن القمح أصابه البلل من المطر:" أفلا جعلته ظاهرا حتى يراه الناس، من غشنا فليس منا".

والجديـر بالذكر أن مثل هذه الأدوات في حالة توفرها تساعد البنوك الإسلامية بشكل كبير على توظـيف فـائض السـيولة لديها في مثل هذه الأدوات، وبالتالي تساهم في عجلة التنمية بصورة أفضل.

**6. خصائص السندات الإسلامية:**

تختلف السندات الإسلامية عن غيرها من السندات فيما يلي:

- أنها يجب أن تتفق مع الشريعة الإسلامية، بحيث لا يجوز منح فوائد لحامليها.
- أنهـا سـندات استثمارية بطبيعتها، أي أنها مرتبطة بوجود راس المال الثابت سواء كانت مرتبطة بمشروع ينتج سلعا وخدمات تباع في السوق، أو كان لمشروع بنية تحتية.
- يصـلح بعضـها لـتمويل راس المال الثابت والعامل، أو أي منهما مثل: سندات المقارضة والمضاربة والمشاركة والأسهم غير المصوتة. في حين لا تصلح سندات الأعيان المؤجرة إلا لـتمويل رأس المال الثابت. ويصلح بعضها لتمويل راس المال العامل فقط مثل سندات الخدمات. لأن حصيلة هذه السندات يستخدم في إنتاج الخدمة نفسها ومن ثم بيعها.
- يمكن إصدار أنواع مختلفة من السندات ولآجال مختلفة قصيرة الأجل، وطويلة الأجل.

**7. مزايا استحداث أدوات استثمارية إسلامية:**

إن اسـتحداث وتسـويق الأدوات المالية الاستثمارية يعود على المجتمع بالعديد من المزايا، نذكر منها ( حمود، 1998):

1- توفير التمويل اللازم المشروع للشركات المساهمة العامة، دون الحاجة للاقتراض بفائدة، أو إصدار أسهم عادية تشارك في الرقابة والإدارة.
2- المساهمة في التنمية الشاملة للبلاد بمشاركة المواطنين مع الدولة في مشاريعها الإنمائية.
3- إيجاد أدوات مالية للاستفادة من فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية بشكل خاص والبنوك التقليدية بشكل عام.
4- المسـاعدة فـي توفير مستلزمات إيجاد سوق راس مال إسلامي، مما يساعد في اجتذاب أموال المدخرين، وخاصة المغتربين.
5- فـي حالـة إيجـاد أدوات استثمارية إسلامية، وشيوع استعمالها، قد يؤدي الأمر بها إلى الـتداول فـي الأسواق المالية العالمية مما يساعد في انتشارها، والحد من استخدام أدوات الاسـتثمار الـربوية في العالم. حيث قامت جامعة هارفارد بالتعاون مع مركز دراسات الشرق الأوسط التابع لها، وشركة ويلنجتون بدراسة خاصة عن أدوات التمويل الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة.

**الخطوات العملية لإصدار أدوات مالية إسلامية:**

خطت بعض الدول الإسلامية خطوات نحو استحداث أدوات مالية إسلامية نذكر منها:

- مـا ظهـر فـي قانون البنك الإسلامي الأردني رقم 13 لسنة 1978 المادة 2 عن تعريف لسندات المقارضة بأنها:
- صـدور القـانون المؤقـت رقم 10 لسنة 1981 لسندات المقارضة في الأردن باسم قانون سـندات المقارضة. وكانت الغاية من هذا القانون: إيجاد الوسيلة الإسلامية الملائمة لأعمار ممتلكات الأوقاف، وتمويل مشاريع المؤسسات العامة بما في ذلك مشاريع البلديات.
- قـرار مجمع الفقه الإسلامي في المؤتمر الرابع المنعقد في جدة من 18-23 جمادى الثاني، 1408 هـ، الموافق 6-14- /2/ 1988 الذي ناقش الجوانب الشرعية لسندات المقارضة، وقرر الضوابط الشرعية لتداولها.
- صـدر فـي باكستان قانون خاص بتنظيم أحكام تسجيل شركات المضاربة وطرح سنداتها وإدارتهـا تحـت رقـم م-302/ل-7646 تـاريخ 1980/8/26 ( The Gazette of Pakistan, June, 26 1980)، حيث تم تأسيس العديد من شركات المضاربة بعد صدور هـذا القـانون، كان أولها عام 1984، حيث تم طرح الإصدار الأول في سنة 1985، وتم تسجيل هذه الشركات في سوق الأوراق المالية بكراتشي.

وصـدر فـي عـام 1984، فـي تركيا نوع من سندات المشاركة المخصصة لتمويل بناء جسر البوسـفور الثانـي ( جسر محمد الفاتح) بمبلغ 200 مليون دولار أمريكي. ولاقى هذا الإصدار قبولا واسعا من المواطنين لا سيما الأتراك المغتربين ( حمود، 1998)ز واستعملت حصيلة هذا الإصـدار في تمويل الجسر المذكور مما سهل حركة المرور بين شطري استانبول، ويدر دخلا جـيدا لأصـحاب السندات. وتعتبر هذه السندات من أقوى الأوراق المالية المتداولة في بورصة اسـتانبول مـنذ أكـثر مـن 15 عاما بصورة متواصلة.

- صدر في ماليزيا قانون الاستثمار الحكومي عام 1983، وهو يسمح بإصدار أداة مالية على شكل قرض بدون فائدة ( على أساس القرض الحسن) حيث لا يتوقع المقرضون عائدا، إنما تضمن الحكومة لأصحاب هذه القروض سدادها عند الاستحقاق.
- صـدر فـي عام 1986 في البحرين القرار الوزاري رقم 17 لسنة 1986 الخاص بقواعد تأسيس شركات مساهمة بحرينية برأسمال متغير، وتعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

( الجـريدة الرسمية، البحرين، العدد 1707 تاريخ 1986/9/9 . وبناء على هذا القرار تأسست شـركات بنوعين من الأسهم: أسهم لها حق التصويت، وهي أسهم الإدارة ، وأسهم ليس لها حق

التصويت سميت أسهم المشاركة، والتي تشبه أسهم المضاربة التي ليس لأصحابها حق التدخل في الإدارة ، إنمـا يحصـل على حصة من الربح. هذا وقد بدأت بعض الشركات البحرانية تطرح أسهم المشاركة للبيع كما ورد في النظام الأساسي لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية، والنظام الأساسي لشركة الأمين للأوراق المالية، وهما من مجموعة شركات دلة البركة.

- سـمح قـانون سوق راس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ( المادة 1) بإصدار أسهم لحاملهـا لا يكـون لأصحابها الحق في التصويت في اجتماعات الجمعيات العامة للشركات التي يساهمون فيها.
- صدر في السودان قانون خاص بالأدوات المالية الإسلامية

**معوقات وجود سوق مالي إسلامي:**

إن توفـير أدوات اسـتثمارية إسلامية يعتمد إلى حد كبير على وجود سوق مالي إسلامي، يمكن بواسطته تداول هذه الأدوات، إلا أن هناك ما زال العديد من المعوقات أمام إيجاد مثل هذا السوق نذكر منها:

1. عدم تطوير أدوات إسلامية استثمارية بالدرجة التي تطورت فيها الأدوات الاستثمارية غير الإسلامية.
2. غياب الإطار القانوني والتشريعي اللازم لتسجيل هذه الأدوات في الأسواق المالية الحالية.
3. غـياب عملـة موحدة تساعد على إصدار أدوات استثمارية بعملة موحدة يتم تداولها في معظم البلدان العربية والإسلامية.

وهناك الآن بداية لإمكانية إنشاء سوق مالي إسلامي، بعد القيام بالدراسات اللازمة من قبل الدول العربية والإسلامية، لأن في إيجاد هذا السوق منفعة عامة، بحيث تسهل التقاء عرض الأموال مع الطلـب عليها، الأمر الذي قد يؤدي إلى زوال مديونية العالم العرب إلى العالم الغربي، حيث أن الموجـودات الأجنبية للعالم العربي في الخارج تفوق ما على العالم العربي من ديون هائلة للعالم الغربي، فبوجود سوق إسلامية تنتقل هذه الموجودات إلى العالم العربي على شكل استثمارات في الأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية.

**ومن الأمور التي تساعد على التغلب على معوقات إيجاد سوق رأسمال إسلامي:**

1. إيجـاد عملة موحدة كالدينار الإسلامي، وهو وحدة حسابية تسهل تسويق الإصدارات من الأدوات المستحدثة، بحيث لا يتأثر الاستثمار في هذه الأوراق بالتقلبات الحادة في أسعار صرف العملات.
2. وضـع أسـس تشـريعية وقانونية مقبولة من قبل الدول الإسلامية والعربية للتعامل مع الأدوات الاستثمارية المستحدثة.

## المراجـــع

### أولا: المراجع العربية


1. ابن قدامه، **( 1973)، المقنع** .مطابع قطر الوطنية ، الدوحـــة. قطـــر.
2. أحمـد محي الدين 1986، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، منشورات بنك البركة الإسلامي للاستثمار البحرين.
3. حسـن يوسـف داود( 1996)، الرقابة الشرعية على المصارف الإسلامية.، المعهد العالي للفكر العربي.القاهرة.
4. سـامي حسـن حمـود، (1989)، "الوسـائل الاسـتثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانـيات المحتملة لتطويرها والمقارنة بينها وبين الوسائل الاستثمارية للبنوك التقليدية"، ضمن كتاب: المصارف الإسلامية، اتحاد المصارف الإسلامية، بيروت.
5. سـامي حسـن حمود، (1998)، التنمية عمن طريق الأدوات التمويلية الإسلامية، أعمال الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي المنعقدة في الكويت 204 نوفمبر 1998م.
6. عبد الستار أبو غدة (1998)، التنمية بالسندات المشروعة لاستثمار متوسط وطويل الأجل. أعمال الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي المنعقدة في الكويت 204 نوفمبر1998م
7. عـبد الستار أبو غده، (1983)، المضاربة أو الإقراض والتطبيقات المعاصرة، من أبحاث مؤتمر المصرف الإسلامي الثاني.
8. عبد العزيز الخياط، (1989) الأسهم والسندات من منظور إسلامي، دار السلام ، القاهرة.
9. عـبد الكريم زريقات، (2000)، أساليب التمويل والاستثمار في المصارف الإسلاميـــة. البنك الإسلامي العربي، دائرة التدريب. رام ا .
10. محمد عبد الغفار الشريف، (1998)، أعمال الندوة الفقهية الخامسة. بيت التمويل الكويتي، الكويت 204/ نوفمبر 1998 الموافق 12- 15 رجب 1419 هـ.
11. محمد علي القري، صناديق الاستثمار الإسلامية.ٌElgari.com
12. محمـد، السيد إسماعيل حسن، (1989)،مستقبل المصارف الإسلامية والمستجدات". ضمن كتاب: المصارف الإسلامية، اتحاد المصارف الإسلامية، بيروت.
13. معيـن دعـيس، (2000)، التنظيم التشريعي للعلاقة بين المصارف الإسلامية وسلطة النقد الفلسطينية. رسالة ماجستير مقدمة إلى معهد الحقوق، جامعة بير زيت.
14. مـنذر قحـف (1995)، سـندات الإجـارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة.

**15.** منذر قحف (1998)، سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل. (1998)، أعمال الندوة الفقهية الخامسة. بيت التمويل الكويتي، الكويت 204/ نوفمبر 1998 الموافق 12-15 رجب 1419 هـ.

**16.** هشام جبر، (1998)، المؤسسات المالية، جامعة القدس المفتوحة. القدس.

**17.** هشام جبر، (2001)، إدارة المصارف الإسلامية، مطبعة الحجاوي، نابلس.

**18.** يوسف القرضاوي، 1995، بيع المرابحة للآمر بالشراء كما تجريه المصارف الإسلامية، مكتبة وهبة، القاهرة.

<u>التقارير والنشرات والدوريات:</u>

1. قانون البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار رقم 62 لسنة 1985.
2. أعمال الندوة الفقهية الأولى لبيت التمويل الكويتي المنعقدة في الكويت 7-11 آذار، 1987، الموافق 7-11 رجب 1407 هـ.
3. أعمال الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي المنعقدة في الكويت 204 نوفمبر 1998م.
4. معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة، 1997 ، الموافق 1418 هـ. البحرين.

**<u>المراجع الأجنبية:</u>**

1. Abdul-Rahman, Yahia.( 1999). *Islamic Instruments For Managing Liquidity*. **International Journal of Islamic Financial Services**. Vol.1. No.1. April –June.
2. Ahmed, Osman Bakir, (1997). Islamic Financial Instruments To Manage Short Term Excess liquidity. *Research paper # 41*. **Islamic Development Bank.** Jeddah. KSA.
3. Al-Hawary, Sayed, (1981), *Economic Philosophic Principles of Islamic Banking*. Paper presented at the 2nd International Conference on Islamic Banking. Geneve. June.
4. Bodie, Z., Kane,A., & Marcus,A. ( 2005**), Investments**, 6th edition. McGraw-Hill.
5. Fabozzi, F. (1995),**Investment Management,** Prentice Hall.
6. Gup.B. ( 1984). **Management of Financial Institutions.** Hought Mifflin Company.
7. Jabr, Hisham & Moutinho, Luiz. (1990). *Perspectives on the Role of Marketing in Islamic Banks* . **International Journal of Consumer Marketing.** Vol. 2. No. 3.

8. Jain, A. ( 1994), **International Financial Markets And Institutions.** Kolb Publishing Company.
9. Khan, M. Fahim.( 1999), *Financial Modernization in 21st Century and Challenges for Islamic Banking.* **International Journal of Islamic Financial Services**. Vol.1. No.3 October- December.
10. Neinhaus, V. (1986). *Islamic Economics, Finance and Banking. Theory and Practice.* In Butterworths Editorial Staff. **Islamic Banking and Finance.** PP. 1-3. Butterworths. London.
11. Rose, P. ( 2003), **Money and Capital Markets**. 8th edition. McGraw-Hill, Irwin.
12. Rose,P. & Kolari, J. (1995), **Financial Institutions: Understanding and Managing Financial Services**. 5th edition . Irwin.
13. Saunders.A. (2000), **Financial Institutions Management**. Irwin.
**14.** Siddiqi, Muhammad, Nejatullah**.** (1987). *Islamic Approach to Money, Banking & Monetary Policies: A Review.* Paper presented to the Seminar on Monetary Policies & fiscal Economics. Makkah.

**مواقع الانترنت:**

- http://Islamic –finance.net/
- http://Islamic –finance.net/bank.html
- http://www.americanfinance.com/background.html
- http://www.americanfinance.com/concepts.html
- http://www.failaka.com/Glosary.html
- http://www.fi.uib.no/-adil/isbank..html
- http://www.Islamic –banking.com/Islamic banking/ib.htm
- http://www.msifinancial.com/business.html
- http://www.msifinancial.com/main.html
- http://www.msifinancial.com/msilease.html

- http://www.msifinancial.com/philosophy.html
- http://www.msifinancial.com/share.html
- http://www.saturna.com/amana/amana.html
- http://www.saturna.com/mutual.html
- http://www.visa.com.
- http://wwwamericanfinance.com/background.html
- www.arraydev.com
- www.bankinfo.com
- www.busine…/nf91202 c htm

- Among many others.
- Yaser_a@alrajhibank.com.sa
- **indexsgnal.com**
**www.islamonline.net/arabic/economics/2004/10/article10.shtml**
- **حسام الدين محمد، داو جونز النسخة الإسلامية، إسلام أون لاين**
- Executive News ( 2004. No. 5 p.4
- **www.amanafunds.com**